332.61
F63b

Die private Unternehmung

und ihre Betätigungsformen

Sozialökonomische und juristische Abhandlungen
auf privatwirtschaftlicher Grundlage

herausgegeben von

Dr. Heinrich Hoeniger
Professor der Rechte

Dr. Robert Liefmann, Dr. Paul Mombert, Dr. Hans Schönitz,
Geh. Hofrat Dr. Gerhart v. Schulze-Gaevernitz,
letztere Professoren der Nationalökonomie, sämtlich an der Universität Freiburg i. Br.

2. Band

Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren

Von

Dr. rer. pol. Fritz Flersheim

J. Bensheimer / Mannheim, Berlin, Leipzig 1914

Die private Unternehmung

und ihre Betätigungsformen

Sozialökonomische und juristische Abhandlungen auf privatwirtschaftlicher Grundlage

herausgegeben von

Dr. Heinrich Hoeniger
Professor der Rechte

Dr. Robert Liefmann, Dr. Paul Mombert, Dr. Hans Schönitz,
Geh. Hofrat Dr. Gerhart v. Schulze-Gaevernitz,
letztere Professoren der Nationalökonomie, sämtlich an der Universität Freiburg i. Br.

Band 1.

Der privatwirtschaftliche Gesichtspunkt in der Sozialökonomie und Jurisprudenz

Fünf Aufsätze von den Herausgebern

Preis: 4.— Mark

Die Sammlung soll keineswegs nur Arbeiten aus den Seminaren der Herausgeber aufnehmen. Vielmehr wendet sie sich an die weiteren Kreise der Fachgenossen der Herausgeber mit der Bitte um tätige Unterstützung.

Demnächst erscheinen folgende Hefte:

Privatdozent Dr. **R. Schultz**, Der Interessenkampf um den Angestelltenlohn in seiner Haupterscheinungsform, dem 1500 Mark-Vertrag.

Dr. **Stern**, Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung in ökonomischer und juristischer Betrachtung.

In Aussicht stehen Arbeiten über die Industrieobligation, über die Eignung der verschiedenen Unternehmungsformen für die typischen Spezialzwecke der Unternehmungen, über die Dividendenpolitik der Aktiengesellschaften u. a. m.

Die einzelnen Bände der Sammlung können je nach Erscheinen durch jede Buchhandlung oder direkt durch den Verlag bezogen werden. Den Abonnenten aller in der Sammlung erscheinenden Werke wird ein ermäßigter Preis eingeräumt.

J. Bensheimer / Mannheim, Berlin, Leipzig

IX

Die private Unternehmung

und ihre Betätigungsformen

Sozialökonomische und juristische Abhandlungen
auf privatwirtschaftlicher Grundlage

herausgegeben von

Dr. Heinrich Hoeniger
Professor der Rechte

Dr. Robert Liefmann, Dr. Paul Mombert, Dr. Hans Schönitz,
Geh. Hofrat Dr. Gerhart v. Schulze-Gaevernitz,
letztere Professoren der Nationalökonomie, sämtlich an der Universität Freiburg i. Br.

---

2. Heft

Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren

Von

Dr. rer. pol. Fritz Flersheim

J. Bensheimer / Mannheim, Berlin, Leipzig 1914

Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren

❖

Von
Dr. rer. pol. Fritz Flersheim

J. Bensheimer / Mannheim, Berlin, Leipzig 1914

332.61
F63h

Meinen Eltern.

Digitized by the Internet Archive
in 2017 with funding from
University of Illinois Urbana-Champaign Alternates

https://archive.org/details/diebedeutungderb00fler

Inhaltsübersicht.

Seite

Einleitung.

§ 1. Zweck und Gliederung der Arbeit 1

I. **Kapitel: Grundlagen.**

§ 2. Begriff der Emission und des Emissionsgeschäfts 6
§ 3. Aufgabe und Stellung der Banken bei der Emission 8
§ 4. Die Technik der einzelnen Emissionsarten 14
a) Zeichnung 17
b) Verkauf zum ersten Kurs 23
c) Kontinuierlicher Verkauf 25
§ 5. Die Sperre 28
§ 6. Zulassung und Einführung 35

II. **Kapitel: Die Börse als Zentralbewertungsstelle.**
(Die privatwirtschaftliche Bedeutung der Börsennotiz für die Emission.)

1. Abschnitt: Die Bedeutung der Börsennotiz für die Emissionsinteressenten 50
§ 7. Bei festverzinslichen Papieren 52
a) für den Käufer 52
b) für den Aussteller 54
c) für den Emittenten 54
§ 8. Bei Aktien 56
a) für den Käufer 58
b) für die Gründer und alten Aktionäre, mit Exkurs über den Handel in nicht notierten Aktien 58
c) für den Aussteller 66
d) für den Emittenten 69

2. Abschnitt: Die tatsächliche Erfüllung der privatwirtschaftlichen Aufgaben der Börsennotiz . 72
§ 9. Die Gangbarkeit 72
a) Bestimmungsmomente 72
b) Die Gangbarkeit bei den einzelnen Effektengattungen 74
§ 10. Die Kurszettelwahrheit 87

Seite

III. Kapitel: Die Börse als Zentralaustauschstelle.

(Die privatwirtschaftliche Bedeutung der Emission „an der Börse".)

§ 11. Begriffsbestimmung und Charakteristika der Emission „an der Börse" 88

§ 12. Die Bedeutung dieses Emissionsmodus für den Emittenten und die Bestimmungsmomente seiner Wahl 94

§ 13. Die Bedeutung für die übrigen Emissionsinteressenten . . . 106

IV. Kapitel: Die Börse als Zentralausgleichstelle.

(Die privatwirtschaftliche Bedeutung der Börsenspekulation bei der Emission.)

§ 14. Begriffsbestimmung der „Börsenspekulation" und die Möglichkeit ihrer Beteiligung bei den Emissionen der einzelnen Effektengattungen 112

§ 15. Die Bedeutung der Börsenspekulation für den Emittenten . 120

a) im Falle ihrer notwendigen Beteiligung 120

b) im Falle ihrer freiwilligen Beteiligung 124

§ 16. Die Bedeutung für die übrigen Emissionsinteressenten . . . 126

Benutzte Literatur.

I. Zeitungen und Zeitschriften.

Frankfurter Zeitung, Berliner Börsencourier, Berliner Börsenzeitung, Berliner Tageblatt, Plutus, Bank, Bankarchiv, Deutscher Oekonomist, Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschungen, Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reichs, Archiv.

II. Nachschlagewerke.

Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften, 2 Bde.
Saling, Börsenpapiere, 3 Bde.
Monatskurse der Berliner Fondsbörse (Herausgeber: Handl).
Neumanns Kurstabellen der Berliner Fondsbörse.
Neumanns Kritische Berliner Börsentabelle.
Deutscher Börsenkalender.
Callmanns Handbuch über im freien Verkehr gehandelte Effekten.
Die Börsen der Welt, Berlin 1911.
Swoboda, Arbitrage, Berlin 1913.

III. Volkswirtschaftliche Literatur.

Struck, Die Effektenbörse, Leipzig 1881.
Lotz, Technik des deutschen Emissionsgeschäfts, Leipzig 1890.
Sattler, Die Effektenbanken, Leipzig 1890.
Pfleger und Gschwindt, Börsenreform in Deutschland, Stuttgart 1896/97.
Bachmann, Die Effektenspekulation, Zürich 1898.
Mayer, Die Emission von Wertpapieren, Wien 1899.
Weber, Depositenbanken und Spekulationsbanken, Leipzig 1902.
Wiener, Die Börse, Berlin 1905.
Jeidels, Das Verhältnis der deutschen Großbanken zur Industrie, Leipzig 1905.
Kimmich, Ursachen des niedrigen Kursstandes der deutschen Staatsanleihen, Stuttgart 1906.
Wermert, Ueber einige Mißbräuche bei Emissionen, Annalen des deutschen Reichs, 1907.
Wermert, Ueber die Kursnotierung, Conrads Jahrbuch, 1907.
Passow, Die wirtschaftliche Bedeutung und Organisation der Aktiengesellschaft, Jena 1907.

Wolff-Birkenbihl, Die Praxis der Finanzierung, Berlin 1908.
Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, Leipzig 1910.
Hilferding, Finanzkapital, Wien 1910.
Pöschel, Banken und Börsen im Dienste der öffentlichen Emissionen, Zeitschrift für Volkswirtschaft, Sozialpolitik und Verwaltung, 1911.
Norden, Kapitalanlagen, Berlin 1912.
Stünzner, Banken und Wertpapierbörse, Freiburger Diss., 1911.
Dernburg, Kapital und Staatsaufsicht, Berlin 1911.
Buchwald, Technik des Bankgeschäfts, Berlin 1912.
Leitner, Das Bankgeschäft und seine Technik, Frankfurt a. M. 1912.
Rießer, Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration, Jena 1912.
Schmalenbach, Die Technik der Emission, Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschungen, 1912, Heft 1 und 2.
Marx, Die Emissionsstatistik in Deutschland und einigen ausländischen Staaten, Freiburger Diss., 1913.
Liefmann, Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, Jena 1913.
Handwörterbuch der Staatswissenschaften, insbesondere die Artikel: Börse, Börsenrecht, Emissionsgeschäft, Aktiengesellschaft.

IV. Juristische Literatur.

Weber, Börsenenquete, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht 45 69.
Baron, Besprechung der Börsenenquete, ArchBürgR. Bd. 9.
Glätzner, Die rechtliche Natur der Zulassung zum Börsenhandel, Greifswalder Diss., 1904.
Rohde, Die verwaltungsrechtliche Natur der Zulassungsstelle, Greifswalder Diss., 1907.
Herz, Zeichnung und Zuteilung, HoldheimsMSchr. Bd. 12.
Freund, Das Rechtsverhältnis der öffentlichen Anleihen, Berlin 1907.
Heim, Die Rechtsstellung des Emissionshauses, Marburger Diss., 1909.
Kommentar zum Börsengesetz, herausgegeben vom Zentralverband, Berlin 1909.
Nußbaum, Kommentar zum Börsengesetz, München 1910.
Dannenbaum, Die Hypothekenbanken, Berlin 1911.
Dove, Zur Prospekthaftung (Rießer-Festschrift, Berlin 1913).
Bernstein, Vom Recht der amtlich nicht notierten Werte (Rießer-Festschrift, Berlin 1913).
Akten der Börsenenquete.
Reichstagsdrucksachen zum Börsengesetz, 1896—1908.

Die Anregung zu dieser Arbeit verdanke ich Herrn Geh. Hofrat Professor von Schulze-Gävernitz; sie entstand in dem von demselben gemeinsam mit Herrn Professor Mombert geleiteten Seminar. Ihnen, Herrn Professor Dr. Schönitz sowie allen Herren der Praxis, die mich mit Rat und Auskünften aller Art unterstützt haben, möchte ich auch an dieser Stelle meinen herzlichsten Dank aussprechen; dies gilt besonders auch der Direktion der Discontogesellschaft und der Dresdner Bank in Berlin, sowie den Herren J. Dreyfus & Co. in Frankfurt a. M., die mir die Benutzung ihrer Archive gestatteten.

Mai 1914.

Der Verfasser.

Einleitung.

§ 1. Zweck und Gliederung der Arbeit.

Die rechtliche Entwicklung der Börse in Deutschland seit der Mitte des 19. Jahrhunderts findet in der Tendenz ihren Ausdruck, daß die Möglichkeit, ein Papier an ihr zu handeln, aus einer Selbstverständlichkeit, die sich aus dem Wunsche der Geschäftsbeteiligten danach ergibt, zu einem Privileg wird, über das in höchster Instanz der Staat selbst durch seine Organe wacht. Entstanden aus dem Gedanken der Zweckmäßigkeit, bei Zusammenkünften aller Interessenten den möglichsten Ausgleich aller Käufe und Verkäufe (zunächst in Wechseln, dann) in Effekten herbeizuführen, hat sich das Schwergewicht ihrer wirtschaftlichen Bedeutung heute dahin verschoben, daß diese weniger darin besteht, unmittelbar alle Aufträge zum Austausch und Ausgleich zu bringen. Vielmehr gibt sie in dem Preis, der bei den an ihr abgeschlossenen Geschäften erzielt wird, den maßgebenden „Richtpreis" an, nach welchem die Abrechnung aller Geschäfte in einem börsenfähigen Effekt erfolgt, einerlei, ob sie tatsächlich an ihr stattgefunden haben oder nicht.

Mit andern Worten: Die Börse ist nicht mehr der Markt aller Effekten, sondern nur solcher, die, äußerlich betrachtet, nach einem besonders geregelten Verfahren (Zulassung) an ihr eingeführt sind. Die oberste und in normalen Zeiten wichtigste Funktion ist die der Bewertung, d. h. die Feststellung eines unter besonderen Kautelen ermittelten und veröffentlichten Preises, der, „Amtlicher Kurs" genannt, maßgebend ist auch für die tatsächlich außerhalb der Börse abgeschlossenen Geschäfte.

Diese Veränderung, auf deren Einzelheiten und Erscheinungsformen im Laufe der Arbeit noch verschiedentlich einge-

gangen werden muß, hat natürlicherweise ihren Ausdruck auch in den Funktionen der Börse, bei der Emission von Wertpapieren gefunden. War auch die Börse ihrer Entstehung nach zunächst nur ein Markt für schon im Publikum befindliche Wertpapiere, so mußte sie doch bald eine unmittelbare Bedeutung für die Emission insofern erlangen, als die Emittenten die Effekten an die Börse brachten; hier an dem zentralen Markt für Wertpapiere, dem Treffpunkt aller an dem Handel in ihnen interessierten Kreise, konnten sie darauf rechnen, jederzeit Abnehmer zu finden, die die betr. Effekten zu Anlage- oder Spekulationszwecken erwarben. Der relative Rückgang (und nur von einem solchen ist bei der tatsächlichen enormen Zunahme der Menge der im Publikum befindlichen Wertpapiere zu sprechen) der Bedeutung der Börse als unmittelbarer Austausch- und Ausgleichsstelle aller im Publikum befindlichen Wertpapiere bei Käufen und Verkäufen, mußte notwendigerweise auch ein Rückgehen der Bedeutung der Börse als *unmittelbares* Emissionsorgan (d. h. als Vermittler zwischen Emittenten und Käufern) zur Folge haben. Die Gründe, die für das tägliche Geschäft gelten, von denen nur die wachsende Konzentration der Aufträge in den Händen einiger großer Banken und Bankgeschäfte angeführt sei, müssen in verstärktem Maße auch bei der unmittelbaren Bedeutung für die Emission mitwirken. Denn wenn es im täglichen Geschäft möglich ist, die Kauf- und Verkaufsaufträge der eigenen Kundschaft und der abhängigen und befreundeten Institute, einschließlich der Filialen und Depositenkassen, zum Teil auszugleichen, so ist es auch bei der Emission, dem erstmaligen In-den-Verkehr-Bringen der Effekten, möglich, durch dieselben Kanäle direkt an das Publikum heranzukommen. Dies wird noch dadurch verstärkt, daß es gar nicht angängig ist, bei allen neuen Papieren die Börseneinrichtungen sofort zu benützen, da, wie wir schon am Anfang erwähnt haben, nicht mehr wie früher jedes Papier sofort nach der Kreierung auch sofort an der Börse gehandelt werden darf, sondern erst ein Verfahren nötig ist, das von dem Papier Bedingungen verlangt, die nicht jedes neu emittierte Effekt erfüllen kann.

Wenn ich nun im folgenden die heutige Bedeutung der deutschen Börse bei der Emission zu ermitteln den Versuch mache, so muß zunächst nach den drei verschiedenen Hauptfunktionen der Börse, die ich die der Zentralbewertungsstelle, der Zentralaustauschstelle und der Zentralausgleichstelle für Wertpapiere nennen will, unterschieden werden.

Zuerst ist zu behandeln, welche Wichtigkeit die Börsennotiz im allgemeinen hat, d. h. die Möglichkeit, nach vollendeter Emission eine solche festzustellen. Wir beobachten, daß noch immer die überwiegende Anzahl der Papiere an die Börse gebracht wird und zwar in der Regel in nicht zu langer Zeit, nachdem die gesetzlichen Möglichkeiten dazu gegeben sind. Gegenstand dieser Betrachtung wird also sein, festzustellen, welche Interessen die an der Emission beteiligten Kreise daran haben, daß ein Börsenpreis festgestellt werden kann: Dies ist nur auf Grund einer privatwirtschaftlichen Untersuchung durchzuführen, da man nur dann über allgemeine Urteile wie „die Bedeutung der Börse besteht darin, daß ein breiterer Markt geschaffen wird" hinauskommt. Es ist vielleicht interessant, darauf hinzuweisen, daß Lotz in seiner Technik des deutschen Emissionsgeschäfts diese Frage mit dem einen Satz erledigt: „Was die Verkaufstätigkeit bei größeren Anleihen betrifft, so gibt hier folgender Gedanke den Ausschlag: Der Absatz kann nur gelingen, wenn mindestens eine größere Börse die Anleihe zum Handel und zur Notierung zuläßt",[1]) ohne auf die Gründe näher einzugehen. Hierbei ist allerdings zu bemerken, daß seit dieser Zeit (1890) die Entwicklung der Börse in der geschilderten Richtung eine Betrachtung dieser Frage, die seinerzeit selbstverständlich schien, erst hat akut werden lassen.

Der Börsenkurs kann aber außerdem noch eine besondere Bedeutung in der Hinsicht haben, daß er zugleich unmittelbar als Emissionskurs dient, natürlich nur in solchen Fällen, wenn die Zulassung zur Börse bereits erfolgt ist. In diesem Falle bedeutet er für die Emission mehr als im vorigen, da hier der

[1]) S. 23.

Börsenhandel selbst der Emission dient, insofern auch der „Austausch", d. h. bei der Emission der Verkauf vom Emittenten an den Effektenkäufer an der Börse erfolgt. Diese Frage ist unter ganz anderen Gesichtspunkten zu behandeln, als die vorige. Es ist eine Frage der Emissionstechnik und die Untersuchung hat sich demnach darauf zu beschränken, die Bestimmungsgründe, die den Emittenten veranlassen, diesen Weg zu wählen, und etwaige Mißstände für die übrigen Beteiligten zu ermitteln.

Die Frage der Ausgleichseigenschaft der Börse, die wir aus der Ausgleichungsmöglichkeit im täglichen Geschäft herleiten, bedarf einer etwas genaueren Erklärung. Diese Bedeutung der Börse bestand und besteht darin, daß es möglich war und ist, Effektenaufträge auch dann an ihr zur Ausführung zu bringen, wenn nicht zufällig von anderer Seite die entsprechenden Gegenorders schon vorliegen und zwar dies dadurch, daß an ihr Personen tätig sind, die bei Vorliegen eines bestimmten Verhältnisses von Angebot und Nachfrage einspringen und entweder die zu viel angebotenen Stücke beziehen, oder die zu wenig angebotenen liefern, selbstverständlich mit der ausgesprochenen Absicht, bei diesen Geschäften einen Gewinn zu erzielen. Dieser „Ausgleich" ist demnach eine höhere Form des einfachen „Austausches". Er soll eine erweiterte Möglichkeit des Wertpapierhandels dadurch bieten, daß er auch in nicht ganz normalen Zeiten den Austausch verwirklicht. Es ist dies die Tätigkeit des Personenkreises, den man als Börsenspekulation oder „Börse" bezeichnet. Ihre Funktion bei der Emission zu ermitteln, bildet den letzten Teil der Arbeit.

Nicht eingehen möchte ich auf eine weitere, mittelbare Bedeutung der Börse, die man als die der „Börsenstimmung" bezeichnen kann. Denn es ist selbstverständlich, daß eine Emission, wenn irgendmöglich, dann nicht vorgenommen wird, wenn sie, der Gradmesser der Konjunktur, des Geld- und Kapitalmarkts, die mangelnde Aufnahmefähigkeit und Kauflust des Publikums und der Spekulation anzeigt.

Ausdrücklich muß aber betont werden, daß ich mir wohl be-

wußt bin, daß es Gefahren in sich birgt, aus einem Komplex von Erscheinungen, wie es die Börse ist, einzelne herauszulösen, da alle in einer gewissen Wechselwirkung stehen, z. B. der Börsenkurs, der „Richtpreis" für die Effektengeschäfte, davon abhängig ist, daß an der Börse wenigstens ein Teil des Umsatzes stattgefunden hat; aber ich glaube, daß es nur dann möglich ist, in die feinen Verschlingungen Einblick zu nehmen, wenn man zunächst die einzelnen Funktionen gesondert betrachtet und dann ihre Verkettung betont.

Außerdem muß ich noch vorausschicken, daß eine Betrachtung über die Rolle, welche die Börse bei der Emission spielt, insofern auf Schwierigkeiten stößt, als ein zahlenmäßiges Material darüber für manche Teile vollständig fehlt, und da, wo ein solches vorhanden, eine Benutzung unmöglich ist. Wer die Börse als Organ der Preisbildung im täglichen Geschäft betrachtet, hat als Material jeweils die Kurse. Diese mögen im einzelnen der wahren Geschäftslage entsprechen oder nicht, jedenfalls lassen sich die Fehlerquellen ermitteln und die Abweichungen teilweise verbessern. Wieweit der Börsenhandel aber der Emission dient und in welchem Umfange die Spekulation sich dabei beteiligt, das läßt sich, wie an anderer Stelle zu zeigen, weder aus dem Emissionsmodus, noch aus der Kursentwicklung ersehen. Die Quellen hierfür sind die Maklerbücher und die Börsenjournale der einzelnen Emissionshäuser, deren Benutzung leider unmöglich ist. Man ist daher auf mehr deduktive Betrachtungen angewiesen, deren Ergebnisse statistisch überhaupt nicht und auch durch Beispiele nur in einigen Fällen zu belegen sind.

Bevor ich mich jedoch meinem eigentlichen Thema zuwende, muß ich mich in einem einleitenden ersten Kapitel mit einigen allgemeinen Ausführungen über das Emissionswesen, speziell über die Emissionstechnik, beschäftigen, da die Bedeutung, die die Börse in ihren verschiedenen Erscheinungsformen privat- und volkswirtschaftlich bei der Emission hat, nur bei Kenntnis derselben richtig zu verstehen ist. Ich werde daher im folgenden — wobei allerdings eine teilweise Wiederholung manches bisher

schon richtig Gesagten nicht zu vermeiden ist — zunächst zu sprechen haben:

1. Ueber die Begriffe „Emission" und „Emissionsgeschäft". Hierunter wird in der Literatur, der Gesetzes- und Geschäftssprache häufig ganz verschiedenes verstanden, sodaß es notwendig ist, für die folgenden Darstellungen einen einheitlichen Begriff festzustellen und zu unterlegen.[2])

2. Ueber die Aufgaben und Stellung der Banken bei der Emission.

3. Ueber die verschiedenen technischen Möglichkeiten ihrer Durchführung (Massenverkauf: Zeichnung, Verkauf zum ersten Kurs; kontinuierlicher Verkauf).

4. Ueber das Hilfsmittel der Sperre.

5. Ueber die Zulassung, die rechtliche Voraussetzung der Feststellung eines Börsenpreises, dessen wirtschaftliche Bedeutung zu schildern, die eine Hauptaufgabe der Arbeit ist, sowie über den Begriff der Einführung.

1. Kapitel: Grundlagen.

§ 2. Begriff der Emission und des Emissionsgeschäfts.

Die Festlegung des Begriffes „Emittieren" stößt insofern zunächst auf gewisse Schwierigkeiten, als die streng juristische Auslegung bekanntlich von der der Geschäftssprache abweicht. Unter Emittieren wird streng juristisch die erste Ausgabe von Wertpapieren verstanden, d. h. das Rechtsgeschäft, durch das der Aussteller der Wertpapiere sie ausgibt, ohne Unterschied, ob direkt an das Publikum, oder erst an einen Vermittler. In der Geschäftssprache versteht man jedoch unter Emittieren[1]) das „In-den-Verkehr-Einführen" (vgl.

[2]) Es sei hier nur an den bekannten falschen Gebrauch der Ausdrücke „Emision" und „Emittieren" im Börsengesetz von 1896 (§§ 36 u. 39; in der Fassung der Novelle vom 27. Mai 1908 §§ 36 Abs. 3c u. 41 Abs. 2) erinnert (vgl. Zentralverbandskommentar S. 145).

[1]) Vgl. Liefmann a. a. O. S. 90 ff.

HGB. § 203) der Wertpapiere und unterscheidet es von der „Ausreichung an den ersten Erwerber".[2])

Das Emittieren kann, wie unten näher zu zeigen, mit dem Ausreichen Hand in Hand gehen, muß es aber nicht und tut es auch tatsächlich in Deutschland nur in den seltensten Fällen.

Aus der Bedeutung des Wortes Emittieren läßt sich dann auf die des Wortes „Emission" schließen, unter dem jedoch zweierlei zu verstehen ist und das auch in doppelter Bedeutung gebraucht werden soll: Emission ist: 1. Alle mit dem Emittieren, d. h. dem „In-den-Verkehr-Einführen", verbundene Vorgänge. 2. Der Gegenstand des Emittierens (z. B. wenn es in dem Zusammenhang gebraucht wird: „Pfandbriefe der X-Bank, Emission 1912", worunter dann die im Jahre 1912 emittierten Pfandbriefe verstanden werden).

Dem Unterschied zwischen Emittieren und Ausgeben hat sich auch im großen ganzen die Literatur angeschlossen; sie hat aber im allgemeinen den Begriff Emissionsgeschäft (so Lotz und Sattler) sowohl auf die Uebernahme der Effekten seitens der Bank von dem Aussteller, als auch auf das „In-den-Verkehr-Einführen" ausgedehnt. Dies sind aber zwei so grundverschiedene Vorgänge, daß es sich empfiehlt, den Begriff Emissionsgeschäft nach dem Vorbild Liefmanns enger zu fassen und ihn auf das In-den-Verkehr-Bringen zu beschränken. Dies um so mehr, als es sich bei den Vorgängen des Erwerbs der Wertpapiere wirtschaftlich um ganz verschiedene Erscheinungen handeln kann (einfacher Kauf einerseits, z. B. bei Staatspapieren — Finanzierung, d. h. „Zur Verfügung stellen von Geld, zur Schaffung von stehendem Kapital" andererseits z. B. bei Aktienemissionen).[3]) Außerdem kommt noch hinzu, daß die Vorgänge des Erwerbs von Wertpapieren und des „In-den-Verkehr-Einführen" heute gar nicht notwendigerweise mehr immer miteinander Hand in Hand gehen müssen: So findet sich ein Erwerb von Wertpapieren ohne Emission in unserem Sinne bei

[2]) Dieser Ausdruck findet sich im Tarif des „Reichsstempelgesetz" Nr. 4a (vgl. auch Freund a. a. O. S. 92).

[3]) Näheres bei Liefmann a. a. O. S. 84 ff.

den Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, eine Emission ohne Erwerb im Falle des kommissionsweisen Verkaufs.

Im folgenden soll demgemäß das Wort Emissionsgeschäft im engeren Sinne als die wirtschaftliche Tätigkeit einer Bank verstanden werden, die den Zweck hat, für eigene oder fremde Rechnung übernommene, noch nicht vorher im Publikum befindliche Wertpapiere im eigenen Namen und ohne sichtbare Mitwirkung des Ausstellers in den Verkehr einzuführen. Es unterscheidet sich demgemäß auch die Emission, die, wenn sie von Banken vorgenommen wird, den Gegenstand des Emissionsgeschäfts bildet, einerseits von der Ausstellung, der Schaffung der Wertpapiere (BGB. § 793) und dem Ausgeben, resp. Ausreichen, worunter man die Aushändigung von Effekten von seiten des Ausstellers an den Vermittler versteht (bei direkten Emissionen, vgl. weiter unten, ist Emission und Ausgeben identisch), andererseits von den Akten des Verkaufs, z. B. der Zeichnung, die ihre Teilbegriffe sind. Die Bemerkung „ohne sichtbare Mitwirkung des Ausstellers" soll die Emissionsvorgänge aus dem Emissionsgeschäft der Banken ausscheiden, in denen, wie dies bei den Hypothekenpfandbriefen der Fall ist, der Aussteller die Leitung des Absatzes in der Hand hat, auch den Kurs für jeden einzelnen Verkauf bestimmt, die Bank aber nur eine Provision für den Absatz erhält, die demgemäß auch bilanzmäßig in den meisten Fällen nicht über Konsortial-, sondern über Provisionskonto gebucht wird.

Emittent ist nach dem Vorhergesagten, wer die Emission vornimmt: im Falle der direkten Emission der Aussteller, sonst der Vermittler.

§ 3. Aufgabe und Stellung der Banken bei der Emission.[1])

In den Ausführungen über den Begriff der Emission und des Emissionsgeschäftes habe ich die Tatsache der Trennung

[1]) Für die §§ 3 und 4 vgl. vor allem Schmalenbach, Technik der Emission, Freund, Rechtsverhältnis der öffentlichen Anleihen.

von Aussteller und Emittenten, demjenigen, der sich durch die Emission Geld beschaffen will und dem, der durch „Inden-Verkehr-Einführen" der Effekten die Emission ausführt, als gegeben angenommen. Für die heutigen Verhältnisse in Deutschland scheint dies selbstverständlich. Wenn wir jedoch die Zustände im Ausland heranziehen, finden wir, daß das Vorhandensein überhaupt eines Vermittlers keineswegs nötig ist, geschweige, daß dies wie in Deutschland eine Bank ist.

Es kann nicht die Aufgabe dieser einleitenden Ausführungen sein, die Gründe zu untersuchen, die hier zu einer Verbindung des „regulären" Bankgeschäftes mit dem Gründungs- und Emissionsgeschäft geführt haben, und die Vor- und Nachteile zu betrachten, die dieses System z. B. gegenüber dem „englischen" hat, das diese Vereinigung nicht kennt. Es sollen daher im folgenden nur die wichtigsten Ursachen aufgezählt werden, die uns die Mitwirkung einer Bank als Emittent verständlich machen.

Die Banken, die täglich gleichsam mitten im Verkehr der Wertpapiere, im Geld- und Kapitalmarkt stehen, könen natürlich besser als irgendein industrielles Unternehmen, eine Gemeinde, selbst auch als der Staat die Aussichten übersehen, die ein Papier auch als der Staat die Aussichten übersehen, die ein Papier in dem Augenblicke hat, wenn es auf dem Markt erscheint. Hierzu kommt, daß bei industriellen Unternehmen in den meisten Fällen das Emissionsgeschäft im gewissen Sinne nur die Fortsetzung oder vorläufige Liquidation von anderen Kreditgeschäften ist: derart, daß die Bank durch die Emission der Effekten ihre Forderungen aus dem Akzept- und Kontokorrentgeschäft ablöst; oder aber, die Bank hat bei der Umwandlung des Unternehmens in eine Aktiengesellschaft, oft auch einer Sanierung mitgewirkt und bringt die Effekten zur Mobilisierung ihrer Anlagen in das Publikum.

Den Gemeinden und sonstigen Komunalverbänden fehlt es in den meisten Fällen (von einigen Provinzen, die eigene Provinzialbanken haben, abgesehen) überhaupt an geeigneten Organen, die den Vertrieb der Anleihe leiten könnten. Wohl ist es für kleine Städte möglich, eine Schuld gegen

Schuldschein aufzunehmen, z. B. bei einer Hypothekenbank, oder wie es einmal die Stadt Mülheim a. d. Ruhr getan hat „4% Anlagepapiere einer großen rheinischen Stadt" durch Zeitungsinserate anzubieten, wenn es sich um größere Summen handelt, so ist die Aufnahme einer Obligationenanleihe und damit die Vermittlung von Banken mit ihren Verbindungen bei Kapitalisten und Börsen unumgänglich nötig.

Ausländische Staaten, Gemeinden und Industrieunternehmen müssen schon der Natur der Sache nach selbstverständlich in allen Fällen die Vermittlung einer inländischen Bank in Anspruch nehmen.

Ueberdies ist bei allen, auch den solidesten Papieren eine gewisse „Vorbereitung" des Marktes nötig, „wozu Maßnahmen und Mittel gehören, die nur den Banken zur Verfügung stehen."[2]) Es sei hier nur an die künstliche Geldverteuerung kurz vor der Emission und das entgegengesetzte Zurverfügungstellen von Geld während der Emissionsperiode verwiesen: Wege, die den Banken durch ihren beherrschenden Einfluß auf den Börsenkredit möglich sind, an dieser Stelle aber nicht weiter behandelt zu werden brauchen. Vor allem aber dauert eine Emission immer eine gewisse Zeit, während der Kapitalsuchende das Geld sofort nötig hat. Er sucht daher jemand, der ihm gegen Uebernahme der Effekten das Geld sofort zur Verfügung stellt, so daß er insbesondere auch der Gefahr des vorübergehenden Mißglückens einer Emission entgeht.

Schließlich kommt noch hinzu, daß die meisten Börsenordnungen aus später zu besprechenden Gründen den Antrag auf Zulassung zum Börsenhandel von der Unterschrift einer am Börsenplatz ansässigen Bankfirma abhängig machen, so daß sich für die heutige Zeit die Emission ohne Vermittler („direkte Emission") schon rein tatsächlich auf solche Papiere beschränkt, die entweder ohne weiteres zum Börsenhandel zugelassen sind (Börsengesetz §§ 39, 40), oder

---

[2]) Freund a. a. O. S. 87.

solche, deren Aussteller selbst eine Bank ist (Bankaktien, Hypothekenpfandbriefe).

Wie die Dinge heute liegen, haben wir also in Deutschland, als den regulären Fall den anzusehen, daß eine Bank zwischen den Aussteller und das Publikum als Vermittler tritt, so daß im folgenden, wenn von dem Emittenten die Rede ist, regelmäßig ein solcher darunter verstanden werden soll.

Es kann darunter aber sowohl eine einzelne Bank, als auch eine Vereinigung mehrerer zu einem bestimmten Geschäft, ein Konsortium, verstanden sein. Für die Betrachtung der Emissionstechnik, sowie für die Hauptfragen der Arbeit ist der Unterschied nicht von grundsätzlicher Bedeutung, da es gerade im Wesen des Konsortiums liegt, daß alle Geschäfte einheitlich in dessen Namen von einer Firma, dem Konsortialleiter, geführt werden, und die einzelnen Mitglieder zunächst nur finanziell an dem Erfolg oder Mißerfolg beteiligt sind. Selbstverständlich ist, daß je mehr Mitglieder ein Konsortium hat, desto mehr Stellen an dem schnellen Vertrieb interessiert sind (vgl. unten Guichetprovision S. 20). Ein Grund, der in der letzten Zeit häufig zur Verbindung zweier, bisher konkurrierender Konsortien geführt hat und in Zukunft vielleicht noch mehr dazu führen wird (z. B. die Vereinigung der Konsortien der Discontogesellschaft und der Commerz- und Discontobank bei der Hamburger Staatsanleihe 1913).

Wenn wir jetzt noch auf die rechtliche Stellung der emittierenden Bank zu dem Aussteller der Effekten kurz eingehen, so lassen sich folgende Fälle unterscheiden:

1a. Die Bank übernimmt die Effekten fest (Negozierung). Sie zahlt dem Aussteller der Aktien oder Obligationen eine feste Summe, die sich auf Grund des Uebernahmekurses berechnet. Der Vertrieb der Papiere erfolgt dann auf alleinige Rechnung und Gefahr der Bank. Diese setzt in den meisten Fällen den Emissionskurs nach freiem Ermessen fest und die Marge zwischen diesem und dem Uebernahmekurs + Kosten ist dann ihr Gewinn.[3])

[3]) Beiläufig sei hier bemerkt, daß der Unterschied zwischen Ueber-

Für den Emissionspreis wird die Grenze nach unten bestimmt durch den Uebernahmekurs zuzüglich der Spesen, die sich zusammensetzen aus Reklamekosten im weitesten Sinne (Zeitungsinserate, Prospekte), Provisionen, Bonifikationen, Stempelkosten und den Kosten der Einführung an die Börse;[4]) nach oben wird er für Papiere, die schon eine Notiz haben (Staatsanleihen, junge Aktien) begrenzt sein durch den Kursstand der älteren Emissionen, er muß sogar in den meisten Fällen sich etwas niedriger halten, um einen Anreiz zur Zeichnung bzw. Kauf zu geben; bei neuen Papieren wird er sich nur auf Grund eingehendster Betrachtung des Geld- und Kapitalmarkts z. Zt. der Emission, des Kursstands verwandter Effektengattungen berechnen lassen.[5])

In diesem Falle ist es möglich, daß die Bank zunächst nur

---

nahmekurs + Kosten und Emissionskurs nicht der einzige Gewinn der Bank zu sein braucht. Sie kann sich z. B. noch andere Nebenvorteile ausbedingen, wie außerordentliche Vergütung bei der Couponseinlösung, günstige Kursberechnungen bei der Uebermittlung des Gegenwerts von ausländischen Anleihen, oder es kann, was bei Stadtanleihen regelmäßig der Fall ist, mit dem Anleihegeschäft ein Zinsgeschäft dergestalt verbunden sein, daß der Aussteller sich verpflichtet, den Erlös der Anleihe bis auf Abruf zu einem für den Emittenten günstigen Zinsfuß bei diesem stehen zu lassen. Aus diesem Grunde war auch der Vorschlag im Fragebogen der BEK. Nr. 1 g unpraktisch: ob es empfehlenswert sei, in den Prospekt den Uebernahmepreis anzugeben. Denn, wie in der Kommission von verschiedenen Seiten ausgeführt wurde, sei es mit Hilfe dieser Nebenabreden jederzeit möglich, den Gewinn und damit die das Publikum interessierende Risikoprämie zu verdecken. Als Beispiel wurde angeführt, man könne z. B. für die Dauer eine Anleihe vereinbaren, daß für die Zinsscheinlösung statt wie üblich ¼%, 1% vergütet werde.

[4]) Es kann sogar unter Umständen vorkommen — wenn mir persönlich auch kein entsprechender Fall bekannt ist — und dies wurde in der BEK. von dem Sachverständigen Arnhold betont, daß das Emissionshaus bei plötzlich veränderter Geldmarktlage, ehe es auf dem Papier sitzen bleibt, es sogar mit Verlust zu verkaufen sucht; ein weiteres Argument gegen die Angabe des Uebernahmepreises. Hiergegen ist allerdings zu bemerken, daß es in einer solchen Lage auch nicht mit Verlust möglich sein wird, sich der Effekten zu entledigen.

[5]) Rießer a. a. O. S. 274.

einen Teil der neugeschaffenen Wertpapiere fest übernimmt und sich für den andern Teil ein sogenanntes Optionsrecht vorbehält. Wenn die Emission erfolgreich ausgegangen ist, wird sie von ihrem Rechte Gebrauch machen und den andern Teil gleichfalls ganz oder teilweise übernehmen, andernfalls wird sie dies unter Umständen gar nicht, oder nur zu einem erniedrigten Kurs.

Diese Modifikation leitet über zu einem Spezialfall:

1b. Die Tendenz der letzten Jahre, die in dem immer enger werdenden Verhältnis der Großbanken zu einigen der größten Industrieunternehmen und der wachsenden Beaufsichtigung deren finanziellen Gebahrens ihren Ausdruck findet, hat ihre Folgen auch auf dem Gebiete der Uebernahmetechnik gefunden. Die Bank übernimmt gleichfalls den ganzen Betrag der Anleihen einer solchen Gesellschaft fest, die Abnahme aber hat nicht auf einmal zu einem bestimmten Kurs zu erfolgen, sondern nur in Teilen, und zwar jeweils zu einem bestimmten Prozentsatz unter dem Kurs, zu dem sie die Obligationen an das Publikum absetzt, wobei in dem Vertrag ein Mindestkurs und ein letzter Termin für die Uebernahme vereinbart werden kann. Dieser Modus, der in der letzten Zeit nicht selten angewandt wird, bietet für die Bank den großen Vorteil, daß sie die Emission ohne eigenes Risiko auf längere Zeit ausdehnen und den Emissionspreis ohne Verlust (aber auch nur mit begrenztem Gewinn) der Lage des Geld- und Kapitalmarkts anpassen kann. Er beschränkt sich jedoch nur auf die Fälle, wo auf seiten des Ausstellers kein dringendes, sofort zu befriedigendes Geldbedürfnis vorliegt und hat demnach eine vorsichtige Geldpolitik desselben zur Voraussetzung.

2. Die Bank übernimmt die Papiere in Kommission, wobei wieder zu unterscheiden:

a) sie vereinbart mit dem Unternehmen einen festen Emissionskurs, von dem dann ein Teil für sie als Provision abgeht,

b) die Festsetzung des Kurses liegt in der Hand der

Bank, d. h. sie zahlt dem Unternehmen den von ihr erzielten Kurs gleichfalls abzüglich einer Provision.

Nicht als Emissionstätigkeit einer Bank ist es zu betrachten, wenn sie nur als Zeichnungsstelle fungiert, ohne im eigenen Namen (Kommissionär) oder mit eigenem Risiko (Unterkonsorte) zu handeln. Der Fall kommt häufig vor, besonders bei solchen Papieren, die direkt emittiert werden, also hauptsächlich bei Hypothekenpfandbriefen. Bei Emissionen mit Hilfe einer Bank ist es meistens nicht zu erkennen, ob die betr. Stelle tatsächlich nur Zeichnungen entgegennimmt oder auch finanziell als Unterkonsorte an dem Erfolg beteiligt ist.

Ein verhältnismäßig seltener Fall ist, daß die Bank nur die Zulassung zur Börse gegen feste Vergütung besorgt. Es kommt z. B. vor, wenn die Stadtanleihe einer Börsenstadt nur von auswärtigen Firmen übernommen wird, oder überhaupt, wenn ein Papier an der Börse einer Stadt eingeführt werden soll, wo keine der übernehmenden Firmen ansässig ist oder eine Niederlassung hat. In diesen Fällen wird sich das Konsortium an eine heimische Bank wenden, die die Börsennotiz herbeiführen wird, meist aber auch als Zeichnungsstelle fungiert (Beispiele: Frankfurter Bank, bei den von dem Seehandlungskonsortium übernommenen Frankfurter Stadtanleihen, Commerz- und Discontobank, bei der von zwei Frankfurter Firmen übernommenen 3% Elsaß-Lothringischen Anleihe 1913).

§ 4. Die Technik der einzelnen Emissionsarten.

Wir haben erkannt, daß die Stellung der Banken im Emissionsprozeß die eines Vermittlers ist, daß es im Gegensatz zu den Beteiligungsgesellschaften, die die Effekten von dem Aussteller erwerben, um sie aus irgendwelchen Gründen (Kapitalanlage, Kontrolle) in der Regel dauernd oder doch mindestens für eine längere Zeit im Besitz zu halten, ihre Aufgabe sein muß, sich der Stücke durch Weiterverkauf zu entledigen. Für diesen Weiterverkauf an das Publikum, die eigentliche Emission, hat sich im Laufe der Zeit wegen der Eigenart

des Effektenhandels eine besondere Verkaufstechnik herausgebildet, die gegenüber der bei allen anderen Waren gewisse wichtige Abweichungen zeigt.

Man kann im Handel allgemein den „forcierten" Massenverkauf von dem allmählichen „kontinuierlichen" Verkauf unterscheiden. Von diesen beiden ist der letztere die wirtschaftlich höhere Form, die sich heute bei der überwiegenden Mehrzahl aller Waren findet, insbesondere bei dem Verkauf an den letzten Abnehmer, den Konsumenten. Der Massenverkauf findet sich, von Ausnahmefällen, wie Zwangsverkäufen, abgesehen, vor allem bei dem „Engrosgeschäft"[1]) verschiedener Welthandelsprodukte, und zwar hauptsächlich in der Form der Auktionen (z. B. bei Kaffee, Tee, Häuten, Pelzen, Wolle, Elfenbein) und der Einschreibung (bei Tabak). Typisch für alle diese Massenverkäufe ist jedoch, daß es sich regelmäßig um Verkäufe an einen engeren Abnehmerkreis handelt, d. h. speziell an Großhändler und nur die kapitalkräftigsten Verbraucher, denen es, dank dieser ihrer Kapitalkraft, gelungen ist, den Handel auszuschalten (große Fabriken, Großeinkaufsgenossenschaften).

Nun bestand und besteht die Möglichkeit, Effekten wie jede andere Ware allmählich an die Abnehmer zu verkaufen; ein Weg, der aus noch zu erörternden Gründen heute in Zunahme begriffen ist. Daneben hat jedoch die Eigentümlichkeit in der Absatztechnik der Ware „Effekten", die ihren Ausdruck darin findet, daß sie in relativ großen Mengen von einem Vermittler übernommen wird, der — wenn er nicht sein Kapital für eine längere Dauer festlegen will — auf einen schnellen Verkauf sehen muß, zu besonderen Verkaufsformen geführt, die man als Arten des Verkaufs mit forciertem Absatz bezeichnen kann.

Von dem Massenverkauf in den erwähnten Waren unterscheidet sich der in Effekten jedoch dadurch, daß er nach Möglichkeit ein Verkauf nicht an irgendwelche weitere Händler oder Vermittler, sondern an die letzten Abnehmer, die „Konsumenten", ist, da dies aus noch zu besprechenden Gründen für den Ver-

---

[1]) Hellauer, Welthandelslehre S. 212 ff.

käufer am vorteilhaftesten ist. Demnach hat sich in der Zeichnung ein System ausgebildet, das den forcierten Absatz mit dem „festen", vom Käufer bestimmten Preis, der als typisch für den Detailverkauf zu gelten hat, verbindet.

Daneben besteht ein System, das mit dem der Versteigerung im Warenhandel insofern gewisse Aehnlichkeiten hat, als der Verkaufspreis nicht von dem Verkäufer festgestellt wird, sondern sich nach den Höchstgeboten der Käufer richtet, oder durch sie zum mindesten mitbestimmt wird. Dies sind, je nachdem, ob sich der Verkauf an der Börse vollzieht oder außerhalb derselben, die Emissionsarten des „Verkaufs zum ersten Kurs", in der Praxis mitunter auch „Einführung" genannt, und der des „Tenders" (letzterer Modus, der ziemliche Aehnlichkeit mit der „Einschreibung" im Warenhandel hat, ist in England für bestimmte Arten von Wertpapieren üblich, in Deutschland aber unbekannt. Deshalb soll er auch im folgenden nicht mitbehandelt werden).

Wir haben also im ganzen drei Systeme der Emissionstechnik zu unterscheiden:

I. Massenverkauf zu festem Kurs (Zeichnung),

II. Massenverkauf zu unbestimmtem Kurs (Einführung),

III. Kontinuierlicher,[2]) freihändiger Verkauf.

Um sofort die Gründe darzustellen, weshalb der kontinuierliche Verkauf gegenüber dem Massenverkauf in Zunahme begriffen ist, so lassen sich die darin finden, daß bei der ständigen Ausdehnung des Kapitals der wichtigsten Emissionshäuser, der Großbanken, die Notwendigkeit des schnellen Verkaufs der einzelnen Emissionen nicht mehr so dringend ist.[3])

---

[2]) Dieser Ausdruck wird u. W. zuerst von Schmalenbach angewandt, von dessen Einteilung der Emissionsarten wir aber im übrigen in einigen Punkten abweichen.

[3]) Außerdem wird dieser Modus zweckmäßig dort angewandt, wo das Kapitalbedürfnis des Ausstellers durch die Emission nur allmählich befriedigt zu werden braucht. Hierfür sind die Landschaften und die Hypothekenbanken das typischste Beispiel, die sich das Kapital gleichsam

Nachdem wir so prinzipiell über das Wesen der Emissionsarten Klarheit gewonnen haben, können wir uns nunmehr mit ihrer technischen Durchführung beschäftigen.

a) Zeichnung.

Die Aussicht der Bank, sich der übernommenen Effekten wieder zu entledigen, wird umso größer sein, je weiter der Kreis des Publikums ist, der, auf die Papiere aufmerksam gemacht, sich bei ihrer Emission beteiligt.

1. Sie wird daher, wenn sie den Weg der Zeichnung gewählt hat, zunächst in den Zeitungen Aufforderungen zum Zeichnen erlassen; wenn die Effekten schon an der Börse zugelassen sind, wird sie den Prospekt veröffentlichen und die eigentliche Zeichnungsaufforderung daran fügen. Im anderen Falle wird sie namentlich bei industriellen und ausländischen Papieren einige prospektartige Bemerkungen der Zeichnungsaufforderung beifügen. In der ersten Zeit nach dem Börsengesetz war es allgemein üblich, auch diese Angaben Prospekt zu nennen, doch hat sich im Jahre 1903 der Reichsanzeiger[4]) mit vollem Recht gegen diese Unsitte gewandt und es als im Interesse des soliden Emissionsgeschäftes bezeichnet, nur „die von der Börsenbehörde geprüfte Darlegung finanzieller Verhältnisse" als Prospekt zu bezeichnen; ein Vorschlag, der in der Hauptsache befolgt worden ist. Nur selten findet man noch, besonders bei ausländischen Papieren, deren Einführung an einer deutschen Börse nicht geplant ist, eine einfache Zeichnungseinladung als Prospekt bezeichnet.

Die eigentliche Zeichnungsaufforderung enthält zunächst eine Angabe des Zeichnungstages und des Zeichnungskurses. Wenn nicht ein einziger Zeichnungstag angegeben ist, sondern die Entgegennahme der Zeichnungen sich auf oft mehr als 14 Tage hinauszieht, wie sich dies z. B. bei Hypothekenbanken und besonders den staatlichen Bodenkreditinstituten findet,[5])

für jede einzelne Beleihung durch allmählichen, sich nach dem Bedürfnis richtenden Verkauf ihrer Pfandbriefe sichern.

[4]) Schmalenbach a. a. O. S. 52.

[5]) Vgl. Nassauische Landesbank 1913, die Zeichnungen auf ihre

so ist dies nicht mehr im strengen Sinne als Zeichnung, sondern als eine Art kontinuierlichen Verkaufs anzusehen.

Die Zeichnungsaufforderung ist juristisch[6]) als Aufforderung zur Abgabe von Offerten anzusehen. Der Zeichnungstag hat nicht die Bedeutung, daß alle Zeichnungen unbedingt an diesem Tag stattfinden müssen, im Gegenteil wird das Bankhaus auch schon in den Tagen seit Veröffentlichung der Einladung Offerten annehmen (manchmal wird dies auch ausdrücklich erklärt); diese genießen zwar rechtlich keinerlei Bevorrechtigung, sondern stehen den am Zeichnungstage eingehenden gleich, werden aber tatsächlich, namentlich bei kleinen Emissionen, öfters bevorzugt, wenn sie von einem Bankier abgegeben und der Emittent überzeugt ist, daß dieser sie fest, d. h. ohne Aussicht auf baldigen Wiederverkauf, plaziert.

Die Zeichnungsaufforderung enthält fernerhin gewöhnlich noch einige Nebenabreden, so zunächst betr. der Abnahme der Stücke, sodann die sehr wichtige Sperrverpflichtung, die in einem besonderen Paragraphen behandelt werden soll und die der Kaution. Der Zeichner soll sich bereit erklären, regelmäßig 5% der gezeichneten Summe in bar oder in Wertpapieren zu hinterlegen, die verfallen sollen, wenn er die Abnahme der zugeteilten Stücke versäumt oder verweigert. In der größten Zahl der Fälle hat diese Klausel kaum mehr irgendwelche Bedeutung. Der Bankier, der seine Kunden kennt, wird wohl nie auf diese Kaution bestehen, er wird sie sogar wegen der damit verbundenen Mühe ablehnen. Als Mittel zur Abwehr der Konzertzeichner ist sie zu klein; um hierfür Erfolg zu haben, müßte man, dem französischen Beispiel folgend, 30—40% verlangen.

Hiermit fällt auch der in der Börsenenquete gegen das Zeichnungsverfahren gerichtete Vorwurf fort, der Zeichner müsse oft, um die Kaution stellen zu können, andere Papiere zu einem

Schuldverschreibungen vom 12. Juni bis 12. Juli entgegennahm und sogar für Zeichnungen, die in der ersten Hälfte auch abgenommen wurden, einen um 10 Pfennig billigeren Vorzugskurs ausschrieb.

[6]) Vgl. Heim a. a. O. S. 29.

evtl. ungünstigen Kurs veräußern und setze sich so dem Risiko aus, dann nicht befriedigt zu werden. Für die heutige Zeit gilt dies nicht mehr.

2. Die Bank wird ferner zu ihrer eigenen und des Publikums Bequemlichkeit, besonders an solchen Orten, wo sie selbst keine Niederlassung hat, Zeichnungsstellen errichten. Die Zeichnungsstelle im engeren Sinn ist als bevollmächtigt anzusehen, „im Auftrag und für Rechnung" des Emittenten Zeichnungen entgegenzunehmen; ob ihr auch weitere Funktionen zustehen, besonders ob sie als beauftragt anzusehen ist, für ihren Bereich Reduktionen auf Zeichnungen vorzunehmen, oder zum mindesten Vorschläge in dieser Richtung zu machen, unterliegt besonderer Vereinbarung. In der Regel werden die Emittenten eine entsprechende Vollmacht insoweit geben, daß ihnen zwar die endgültige Zuteilung verbleibt, aber Vorschläge betr. die Reduktion mit Rücksicht auf die bessere Personenkenntnis von der Zeichnungsstelle entgegengenommen werden. Als Entschädigung für ihre Mühen wird die Zeichnungsstelle eine entsprechende Provision erhalten, die etwa $\frac{1}{2}$‰ — $\frac{1}{2}$% der zugeteilten Beträge ausmacht. Bei größeren Emissionen bestehen für die Zeichnungsstellen gedruckte Instruktionen, die über alle diese Punkte, sowie über das Datum der Versendung der Einladungen und der Abnahme der Stücke Vorschriften enthalten.

3. Die Emittenten werden fernerhin die Subskriptionsaufforderung, wie sie in der Zeitung veröffentlicht ist, anderen Banken und Bankiers, besonders solchen in der Provinz zusenden. Gewöhnlich ist dann auf dem Prospekt ein rotes Zettelchen aufgeklebt, in dem dem Bankier für die von ihm vermittelten Beträge eine Bonifikation von wechselnder Höhe, die sich nach der Gattung der Effekten richtet, versprochen wird. Da der Kunde seine Effekten doch immer durch seinen Bankier beziehen wird, auch wenn an dem Ort eine Zeichnungsstelle errichtet ist, so soll dieser veranlaßt werden, „im Interesse des Absatzes" zu wirken.[7])

[7]) Betr. Nebenabreden über Sperre s. § 5.

Ueber die Berechtigung der Emissionsbonifikation ist schon viel gestritten worden und tatsächlich ist ihre Bedeutung gar nicht hoch genug einzuschätzen; denn seitdem die Banken, den Hypothekenbanken folgend, zu diesem System übergegangen sind, bedürfen sie der Börse für die Emission auch größerer Mengen festverzinslicher Papiere nicht mehr. Für die Banken hat dieser Modus den großen Vorteil, daß sie eine Handhabe zur Einhaltung der Sperre haben (darüber näheres unten); beide Parteien sparen die Kosten der Courtage; der Provinzbankier, der durch das Börsengesetz eine große Einbuße in seinen Effektengeschäften erlitten hat, fand einen Geschäftszweig, der ihn einigermaßen über Wasser hielt und auch das Publikum hat in der Regel keinen Anlaß, sich zu beklagen. Ob die Emissionsbonifikation nach dem heutigen Rechte erlaubt ist, d. h. ob der Bankier nicht verpflichtet ist, sie seinem Kunden zurückzuvergüten, ob er berechtigt ist, sie ihm zu verschweigen, ist hier nicht zu entscheiden. Trotz einer entgegenstehenden Entscheidung des Reichsgerichts wird sie heute doch noch im größten Umfange angewandt, und läßt sich wohl auch als Entschädigung für die dem Emittenten geleisteten Dienste, die von der Kommission des Kunden scharf zu scheiden ist, rechtfertigen.[8]) Die Gefahren bei zweifelhaften Emissionen dürfen allerdings in keiner Weise unterschätzt werden, doch werden solche nur selten zur Zeichnung auferlegt und sind deshalb die Mißstände an anderer Stelle zu behandeln.

4. Der Emittent wird schließlich die Zeichnungsaufforderung *seinen eigenen Kunden zusenden* und an den Schaltern seiner Filialen und Depositenkassen auf das Papier hinweisen. Wenn die Emission von einem Konsortium durchgeführt wird, so wird eine besondere sog. *Konsortialprovision*, die mit der schon erwähnten Zeichnungsprovision unter dem Namen *Guichetprovision* zusammengefaßt wird, vereinbart, die aus dem gemeinsamen Gewinn des Konsortiums den einzelnen Mitgliedern nach Maßgabe der durch sie selbst ab-

---

[8]) *Breit*, Emissionsbonifikation (BankA. 4, 65).

gesetzten Beträge vorweg ausbezahlt wird. Es mag dies auf den ersten Blick als eine dauernde Benachteiligung der im Konsortium befindlichen zentralisierten Institute und besonders der Privatbanker erscheinen. Tatsächlich ist dies aber nicht der Fall, denn die Provinzbanken werden ihre Zeichnungen eher bei einem zentralisierten Institut anmelden, als bei einem weit verzweigten, da sie dort eher Aussicht auf Befriedigung haben; denn die dezentralisierten Institute werden ihre Quote gewöhnlich für sich selbst brauchen. Bei der Bildung von Unterkonsortien kann innerhalb derselben eine ähnliche Provision vereinbart werden.

Nach Erledigung aller dieser Vorbereitungen erwarten die Emissionshäuser die Zeichnung. Wer sich bei einer Zeichnung beteiligen will, gibt eine diesbezügliche Erklärung ab entweder brieflich oder auf einem Zeichnungsschein. Der Zeichner erklärt sich hierdurch bereit, bis zum Höchstbetrag der von ihm gezeichneten Summe Effekten abzunehmen mit der stillschweigenden oder ausdrücklichen Erklärung, mit jeder kleineren Summe zufrieden zu sein. Er unterwirft sich bei der Zuteilung dem freien Ermessen der Emittenten.

Bei der großen Reklame, die die Banken auch bei kleinen Emissionen treiben, laufen in günstigen Zeiten oft 10 bis 100 mal so viel Zeichnungen ein, als Effekten zu vergeben sind. Hier hat dann die Bank die schwierige Aufgabe der Zuteilung. In der Regel wird sie aus später zu erklärenden Gründen die spekulativen Zeichner nach Möglichkeit zugunsten der „seriösen" ausscheiden; ob sie gewisse Minimalzeichnungen besonders berücksichtigt, hängt von der Gattung des Papieres ab; es findet sich diese Bestimmung manchesmal bei Staatsanleihen. Die Ueberzeichnungen, die bei sehr vielen Anleihen in den Zeitungen gemeldet werden, beruhen nun keineswegs immer auf reeller Grundlage. Jeder Vermittler wird seine Anmeldung, um einigermaßen befriedigt zu werden, beträchtlich vermehren, und schon der private Zeichner wird seine Zeichnungen über die eigentlich gewünschte Summe erhöhen. Bei Reichs- und Staatsanleihen will außerdem auch noch jeder Konsorte zum Beweise seiner Emissionskraft mit recht großen Beträgen prunken, was

dann zu den Paradezeichnungen führt, auf die Kimmich,[9]) hinweist.[10])

Das freie Ermessen der Zeichnungsstelle hat für den Zeichner seine großen Schattenseiten; insbesondere kann eine Bank ihre eigenen Kunden bevorzugen, außerdem können die Zeichnungsstellen selbst große Beträge anmelden und wenn sie glauben, daß nach der Emission eine Kurssteigerung stattfindet, sich selbst größere Beträge zuteilen und sie nach erfolgter Einführung zu höherem Preise verkaufen, das Publikum aber durch geringe Zuteilung benachteiligen.[11])

Bei manchen Klassen von Papieren, z. B. bei Industrieobligationen größerer Gesellschaften, ist es üblich, daß vor der Zeichnung der größte Teil an bedeutende Nichtkonsorten, z. B. andere Großbanken und größere Provinzbanken und Bankiers, fest versprochen wird und nur ein kleiner Teil von der zur Zeichnung aufgelegten Summe an das Publikum zur Verteilung kommt, und entsprechend stark überzeichnet wird. Zwischen der vollendeten Zeichnung und der Einführung entwickelt sich dann, wenn am Tage der Einführung eine Kurssteigerung in Aussicht steht, ein ziemlich lebhafter freier Verkehr, in dem dann die Großabnehmer den nicht befriedigten Kapitalisten und einem Teil der Spekulation zu erhöhtem Kurse Stücke verkaufen. Die Emittenten treten in der Regel nach vollendeter Zuteilung nicht mehr als Abgeber zu erhöhtem Kurs auf, es bedeutete dies ja auch, daß der Zeichnungsvorgang nichts anderes als eine Farce wäre.[12])

---

[9]) a. a. O. S. 220.

[10]) Als **Beispiel** der letzten Zeit sei auf die Ueberzeichnung der im Januar 1914 zur Zeichnung aufgelegten 350 Millionen M. 4% verlosbarer Preußischer Schatzanweisungen hingewiesen, bei denen 25 Milliarden, darunter 19 Milliarden in Sperrstücken, gezeichnet wurden.

[11]) Hierüber vgl. Kapitel III.

[12]) Was die Zuteilung angeht, so ist auf das französische Beispiel hinzuweisen, wo zur Vermeidung aller dieser Mißstände gewöhnlich der Prozentsatz der Zuteilung veröffentlicht wird; hiernach kann sich ein jeder Zeichner mechanisch die ihm zugeteilte Summe berechnen. Diesen Weg auch in Deutschland nachzuahmen, kann nicht empfohlen werden,

b) Verkauf zum ersten Kurs.[13])

Massenverkauf zum ersten Kurs, auch „Einführung" genannt, ist derjenige Emissionsmodus mit forciertem Absatz, der sich durch Abschluß einer Mehrzahl von regulären Börsengeschäften (unter Benutzung der Börsenorgane) regelmäßig am ersten möglichen Tage vollzieht.

Die Bank führt die Zulassung zum Börsenhandel auf dem gewöhnlichen Weg herbei; sie wird dann ähnlich, wie bei der Zeichnung für das Papier „Stimmung" machen, wobei sie den obligatorischen Prospekt als Bekanntmachung benutzt, und außerdem in Zirkularen an befreundete Banken und die Kundschaft auf die an einem bestimmten Tag zu erfolgende Einführung hinweisen; unter Umständen wird sie hinzufügen, daß sie einen gewissen Kurs in Aussicht genommen hat, oder einen solchen vor der Feststellung an der Börse äußern. Eine solche Angabe verpflichtet aber zu nichts, sie findet sich nicht immer und hat nur den Wert, daß das Publikum weiß, wie hoch die Bank ungefähr das Papier einschätzt. Ueber die Menge der bei der Einführung zur Verfügung des Emittenten stehenden Effekten erfährt das Publikum in Berlin, Frankfurt und den meisten übrigen Börsen nichts, da die Börsenordnungen darüber keine Vorschriften enthalten. Das Publikum gibt nun seine Aufträge durch seine Kommissionäre an die Börse, und zwar limitiert oder unlimitiert, es kann auch den Emittenten selbst damit beauftragen. Es vollzieht sich sodann die Kursbildung völlig in den Formen der Kursfeststellung des täglichen Verkehrs.

Die Vorteile, die dieser Emissionsmodus unter Umständen für den Emittenten hat, werden in einem anderen Kapitel behandelt werden. Als wesentliches Moment ist aber hier schon zu betonen, daß der Emissionskurs, der zugleich der Ein-

---

da dies eine gleichmäßige Behandlung der Konzertzeichner zur Folge hätte, was für das Emissionshaus von Nachteil wäre.

[13]) Bei der Darstellung dieser Emissionsart kann ich mich kurz fassen und auf die Darstellung des technischen Verlaufs beschränken, da ich ihre mögliche Bedeutung sowie die bei ihr bestehenden Mißstände in anderem Zusammenhang (Kap. III) behandeln muß.

führungskurs ist, nicht von dem Emittenten selbst festgestellt wird, sondern von den Kursmaklern nach denselben Grundsätzen wie der Einheitskurs im täglichen Verkehr. Er richtet sich also nach Angebot und Nachfrage, aber derart, daß der gesamten Nachfrage das von der Bank zur Verfügung gestellte Material als Angebot gegenübersteht.

Ferner sei schon hier betont, daß die Bank allen Schwierigkeiten der Zuteilung entgeht. Es kann ihr bei diesem Modus keiner ihrer Kunden vorwerfen, daß er nicht genügend Berücksichtigung gefunden hat, ein Punkt, der namentlich für kleinere Emissionshäuser ins Gewicht fällt. Außerdem ist diese Emissionsart gegenüber der Zeichnung billiger, da viele Kosten wie z. B. die Provisionen und Bonifikationen wegfallen.[14])

Nachteile hat dieser Weg besonders in dem Falle einer sehr starken Nachfrage, die den Kurs so hinauftreiben kann, daß er dem Emittenten zu hoch wird, insbesonders dann, wenn mehr „bestens" Aufträge vorliegen, als Material vorhanden ist. Eine etwaige Repartierung zu dem von der Bank beabsichtigten Kurs, wie er vor Erlaß des Börsengesetzes üblich war, ist heute nach einer Entscheidung des Berliner Börsenvorstandes auf einen diesbezüglichen Antrag der Discontogesellschaft bei der Emission der Aktien der Gerb- und Farbstoffwerke Renner & Co. nicht statthaft. Es widerspräche dies nämlich dem § 29 Abs. 3

---

[14]) Die Veröffentlichung des Prospekts in den Zeitungen ohne Zeichnungseinladung, die, wie gezeigt, bei dem Modus der „Einführung" üblich ist, beweist aber nicht, daß das Papier wirklich auf diesem Wege verkauft wird. Denn auch wenn die Zeichnung der Zulassung voranging, wenn das Papier allmählich verkauft wird (an der Börse oder an den Kassenschaltern) oder wenn es sich um junge Aktien eines schon an der Börse notierten Unternehmens handelt, die auf Grund des gesetzlichen Bezugsrechts von den Aktionären bezogen werden, wird der Prospekt in den Zeitungen in derselben Form veröffentlicht. Dies hat anscheinend auch Moral in seinem nach Fertigstellung dieser Arbeit erschienenen Buch: „Aktienkapital und Aktienemissionskurs" (München und Leipzig 1914) nicht berücksichtigt, da er auf S. 49 nur Zeichnung und „freihändige Einführung" gegenüberstellt und über letztere manches aussagt, was für die Fälle des kontinuierlichen Verkaufs nicht zutrifft.

des Börsengesetzes, wonach als Börsenpreis derjenige Preis festzusetzen ist, „welcher der wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse entspricht".

Es bietet sich in solchen Fällen entweder die Möglichkeit, die Notierung des Kurses für einige Tage herauszuschieben, damit das Publikum seine Kaufgesuche vermindern oder niedriger limitieren kann, und dem Emittenten die Möglichkeit gegeben wird, sich mehr Material zu beschaffen (ein Verfahren, das regelmäßig von den Berliner Börsenbehörden eingeschlagen wird), oder, daß das Emissionshaus seinen Plan, die Effekten auf dem Wege der „Einführung" abzusetzen, aufgibt und sie doch zur Zeichnung auflegt. Dieser letztere Weg wurde z. B. im Falle der Lüdenscheider Metallwerke 1909 eingeschlagen.[15])

c) Kontinuierlicher Verkauf.

Ueber die Technik der Emissionen mit kontinuierlichem Verkauf ist nicht viel zu sagen, da sie sich in den Formen des täglichen Geschäfts vollzieht, und zwar an der Börse durch Vermittlung des Maklers als reguläres Börsengeschäft zwischen Emittenten und Käufer, oder außerhalb in den Formen des Tafelgeschäfts.

Wenn es sich um Papiere handelt, die an der Börse zugelassen sind, so wird wohl ein Prospekt veröffentlicht, die Papiere, die aber auf Grund desselben zum Börsenhandel zugelassen werden, sind noch gar nicht immer ausgestellt. So besonders bei den Hypothekeninstituten und hier vor allem bei den preußischen Landschaften, die gewöhnlich die Prospektbefreiung auf Grund von § 40 des Börsengesetzes genießen und dann nicht zur Angabe des zuzulassenden Betrags verpflichtet sind. Die Hypothekenbanken beantragen gleichfalls regelmäßig die Zulassung ihrer Pfandbriefe „auf Vorrat", d. h. zum Handel und zur Notiz wird eine größere Summe zugelassen, die Pfandbriefe selbst aber erst auf Grund der im Laufe der Zeit erworbenen Hypotheken an das Publikum durch Vermittlung von Banken unter Gewährung von Bonifikationen abgesetzt.[16]) Nach der Praxis der

[15]) Vgl. Prion a. a. O. S. 46.

Berliner Zulassungsstelle wird den Banken aber höchstens der dreimalige Jahresdurchschnitt bewilligt, wobei jedoch anscheinend die günstigsten Jahre zugrunde gelegt werden. Es ist dies, wie Schmalenbach ausführt, eine sehr lobenswerte Maßnahme, da sich die Qualität des Schuldners unter Umständen im Laufe der Zeit verschlechtern kann und dann eine erneute Prüfung durch die Zulassungsstelle wünschenswert ist. Bei den Landschaften hat die Zulassungsstelle, wie erwähnt, diese Möglichkeit nicht. Sie ist auch nicht nötig, da eine Verschlechterung der finanziellen Lage der staatlich beaufsichtigten Landschaften so gut wie unmöglich ist.[17])

Die Emission nicht zugelassener Werte vollzieht sich technisch auf demselben Weg. Die Bank versendet an ihre Kundschaft Zirkulare und weist besonders auch an ihren Kassenschaltern auf das betreffende Effekt hin. Anderen Banken und Bankiers gewährt sie Bonifikationen.

Die Emissionsart als solche, die nach französischem Vorbild sich zuerst in Elsaß-Lothringen im größeren Umfange fand (so wurden noch bis zu Beginn dieses Jahrhunderts die Anleihen beinahe aller elsässischen Städte ausschließlich in den Bureaus der Banken gehandelt), sagt, auch wenn es sich um nichtzugelassene Effekten handelt, an sich noch nichts über die Qualität der Papiere aus.[18])

Sie wird erst dann gefährlich, wenn aus der Emission mit kontinuierlichem Verkauf eine „Emission unter der Hand" wird. Diese ist technisch nichts anderes als eine kontinuierliche Emission bei solchen „Werten", die wegen ihres zweifelhaften Charakters die Oeffentlichkeit scheuen müssen. Als eigene Emissionsart, wie

---

[16]) Näheres über den Emissionsmodus der Hypothekenpfandbriefe vgl. Kimmich a. a. O. S. 36 ff.

[17]) Vgl. das bei Schmalenbach a. a. O. S. 72 angeführte Beispiel, wonach die Landschaft der Provinz Sachsen im April 1906 60 Millionen M. 3½% und 50 Millionen M. 3% Pfandbriefe zur Zulassung anmeldete, während der Gesamtumlauf bis 1905 nur 72 Millionen Mark betrug.

[18]) Frankf. Ztg. 13. Jan. 1904, 3. Juni 1907; vgl. auch unten § 8b.

Schmalenbach dies tut, kann man sie meines Erachtens nicht gelten lassen, da sie technisch keine Eigentümlichkeiten aufweist.

Die Möglichkeit der Placierung ist durch die Gewährung von Bonifikationen, die im ungekehrten Verhältnis zur Güte des Papiers stehen, leicht möglich. Insbesonders ist auf diese Weise die Mitwirkung kleinerer Bankfirmen (während der 90er Jahre waren es vor allem solche, die durch die Erschwerung des Börsenterminhandels in ihrer Existenz bedroht waren) zu erlangen, und so wurden z. B. auf diese Weise die Aktien der Mecklenburgisch-Strelitzschen Hypothekenbank kurz vor ihrem Zusammenbruch gegen Gewährung von 6% Bonifikation placiert.[19]) Daß sich der Vermittler hierbei eines groben Vertrauensbruches schuldig macht, und auch zivil- und strafrechtlich verfolgt werden kann, unterliegt keinem Zweifel.

Das Ziel bei dem „kontinuierlichen Verkauf" ist heute in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle, die betr. Stücke möglichst direkt an die Kapitalisten (die „letzte Hand") abzusetzen. Es unterscheidet sich demnach dieser Emissionsmodus in seiner heutigen Form von dem in früherer Zeit üblichen freihändigen Verkauf. Ehe die Großbanken mit ihren Filialen und Konzernbanken das ganze Land mit einem Netz von sich direkt abhängiger Institute überzogen hatten, waren sie zur Placierung solcher Papiere, die nicht zur Zeichnung aufgelegt wurden, auf die Mithilfe anderer Bankhäuser und Banken an den Börsenplätzen und in der Provinz angewiesen; diese kauften größere Posten der betr. Papiere (es handelte sich meist um ausländische, speziell amerikanische Staatspapiere und Eisenbahnprioritäten) fest, behielten sie eine Zeitlang in ihrem Portefeuille und setzten sie dann allmählich an ihre Kundschaft ab, oder verkauften sie an der Börse.

Die Konzentration der Großbanken, der hauptsächlichsten Emittenten solcher Papiere und ihr großer Kundenkreis in allen Teilen des Landes hat die Bedeutung des Emissionsmodus in dieser Form sehr verringert. Ganz verschwunden ist er noch

---

[19]) Frankfurter Zeitung 3. Juni 1907.

nicht und es ist charakteristisch, daß er in der letzten Zeit gerade von der Bank angewendet wurde, die als einzige unter den Großbanken keine direkt abhängigen Institute in der Provinz hat, der Berliner Handelsgesellschaft, die z. B. auf diese Art im Frühjahr 1913 30 Millionen Mark, bis 1918 5, dann 4½% Anleihe der Allgemeinen Elektrizitätsgesellschaft ohne Zeichnung „placierte", d. h. in größeren Posten an andere Banken und Bankhäuser, besonders in der Provinz, fest verkaufte (Bonifikation ½%), die dann ihrerseits erst die Zuführung in die letzten Kanäle des anlagesuchenden Kapitalistenpublikums vornahmen. Der Emissionsmodus findet sich außerdem noch bei einer Anzahl amerikanischer Papiere, die in Deutschland größtenteils von der Frankfurter Firma Lazard Speyer-Elliſſen, also auch einer Bank ohne Filialen, emittiert werden.

§ 5. Die Sperre.

Einen besonderen Paragraphen muß ich im Folgenden der Einrichtung der Sperre widmen, 1. weil sie sich bei allen bisher behandelten Emissions- und Vertriebsarten findet, 2. weil diese für das ganze Emissionswesen wichtige Maßnahme bisher in der Literatur meines Erachtens keine genügend *systematische* Betrachtung gefunden hat.

Wir haben gesehen, daß der Zeichnungskurs von dem Emittenten regelmäßig etwas tiefer gestellt wird, als der Tageskurs der Papiere derselben oder einer ähnlichen Gattung, daß außerdem nach der Einführung die Bank in der Regel, wenn sie sich im Interesse ihres Emissionskredits dazu veranlaßt sieht, den Kurs hochhalten wird, andererseits auch ohne Mitwirkung der Bank im Falle der Ueberzeichnung für den ersten Tag eine ziemliche Nachfrage entsteht, da die gar nicht oder nicht voll befriedigten Zeichner nachträglich Stücke zu erwerben trachten. Aus diesen Gründen ist es mit der Zeit ein rentables Geschäft geworden, Papiere zu zeichnen und sofort nach erfolgter Einführung zu erhöhtem Kurse zu verkaufen. Die Gruppe von Personen, die sich regelmäßig mit diesem Geschäft befaßt, nennt man allgemein *Konzertzeichner*. Sie setzt sich zusammen aus den Tagesspekulanten,

der schlechtesten Sorte der Provinzbankiers und bis vor einigen Jahren in hohem Maße aus Bankangestellten.[1]) Im allgemeinen kann man sagen, daß das Konzertzeichnen in Börsenkreisen nicht als ganz fair gilt, wenn auch Neander Müller[2]) konstatieren zu können glaubt, daß seit dem Erlaß des Börsengesetzes eine Aenderung zum schlechteren eingetreten ist.

Nicht jeder der aus spekulativen Gründen zeichnet, ist ein Konzertzeichner. Es gehören hierzu nur die Personen, die an eine sofortige Realisierung während der ersten Tage nach erfolgter Einführung denken, und hier wieder auf Kosten des Emissionshauses.

Diese Personen sind den Banken bei Emissionen außerordentlich unerwünscht. Wenn durch den großen Zeichnungserfolg bei Subskriptionen und die große Zahl der Nachfragen bei der Einführung der Kurs der Papiere sich erhöht hat, so muß notwendigerweise, wenn das plötzliche Angebot der Konzertzeichner kommt, der Kurs, unter Umständen sogar unter den Zeichnungskurs, sinken, wenn nicht der Emittent interveniert und das auf den Markt kommende Material aufnimmt. Dies aber ist gerade die Kalkulation des Konzertzeichners und, wenn wir im vorhergehenden von Spekulation auf Kosten des Emittenten gesprochen haben, so ist damit gemeint, daß diese nicht darauf ausgeht, durch Vermittlung zwischen dem Emittenten und dem Publikum Gewinn zu erzielen, sondern durch den Zwang, der auf das Emissionshaus ausgeübt wird, die Papiere wieder zurückzukaufen. Dies widerlegt auch die Ausführung Stünzners (Seite 23), der, da er den Begriff der Konzertzeichner auch auf die vermittelnde Spekulation ausdehnt, ihnen eine volkswirtschaftliche Berechtigung zuspricht.[3]) Im übrigen ist ihm aber völlig recht zu geben, daß sie für das Emissionshaus

---

[1]) Die Beteiligung der letztgenannten Personen hat sich seit dem auf Antrag des Zentralverbands deutscher Banken ausgesprochenen Verbot des Geschäftsabschlusses mit den Angestellten fremder Banken gemindert; ganz aufgehört hat sie aber noch nicht.

[2]) BankA. 2 149, vgl. außerdem II, 170, 183; VI, 241, 290.

[3]) Hierüber vgl. Kapitel IV.

unter Umständen auch von Vorteil sein können, insbesondere, da sie die Träger der „Stimmungsmache" an der Börse sind und oft den Mißerfolg einer Zeichnung verbergen helfen.

Um sich der Konzertzeichner zu erwehren, ist es das einfachste Mittel, sie dadurch auszuschalten, daß man ihnen keine Effekten zuteilt. Bei großen Emissionen ist dies aber um deswillen nicht immer möglich, da man sie in der Masse der Zeichner nicht regelmäßig erkennen kann. Zwar gibt es wohl bei jeder Emissionsbank eine „Schwarze Liste" von gewerbsmäßigen Konzertzeichnern, doch reicht diese nicht aus; daher mußten sich die Emissionshäuser nach anderen Mitteln umsehen, um die „Wölfe von den Schafen", die Konzertzeichner von den „seriösen" Zeichnern zu sondern.

Man schlug daher seit Ausgang der 80er Jahre den Weg ein, daß man, zunächst bei Aktien, in der Zeichnungsaufforderung bekanntgab, man wolle diejenigen Zeichner bei der Zuteilung bevorzugen, die sich verpflichten, *ihre Papiere eine bestimmte Zeit nicht in den Handel zu bringen*. Dieses Institut der „*Sperrstücke*" hatte aber am Anfang der 90er Jahre noch keinen großen Umfang angenommen, was man daraus ersehen kann, daß es in dem sehr umfangreichen Fragebogen der Börsenenquetekommission nicht auftaucht und bei den Verhandlungen nur selten (an zwei Stellen) erwähnt wird. Seitdem aber hat sich diese Einrichtung so ausgedehnt, daß sie sich jetzt bei beinahe allen Emissionen, selbst denen des Reichs und der Einzelstaaten, findet, ohne daß aber dadurch seine Rechtsgültigkeit mangels fehlender materiellrechtlicher Vorschriften und selbst gewohnheitsrechtlicher Bestimmungen unumstritten feststeht. Die einzige Bestimmung des Börsengesetzes, die unter Umständen hätte in Betracht kommen können, nämlich § 38 Abs. 2 Satz 3: „Der Prospekt muß den Betrag, welcher in den Verkehr gebracht, sowie den Betrag, welcher von dem Verkehr ausgeschlossen werden soll, und die Zeit, für welche dieser Ausschluß erfolgen soll, ersichtlich machen", ist durch die Novelle von 1908 aufgehoben. Eine Auseinandersetzung darüber, ob Sperrstücke „vom Verkehr ausgeschlossen" sind, wird dadurch hinfällig; seiner ganzen Ent-

stehungsgeschichte nach ist der Satz nicht auf Sperrstücke berechnet gewesen, sondern bezog sich auf den tatsächlichen vorläufigen Ausschluß vom Verkehr, wenn z. B. das Aktienkapital einer Gesellschaft zur Börse zugelassen, aber nur der kleinere Teil emittiert wird, während der größere in den Händen der Vorbesitzer bleibt und so eine Majoritätsbindung zu ungunsten des Publikums möglich ist.[4])

Man kann heute folgende Arten von Sperren unterscheiden:

1. Sperre mit festbestimmter Zeitdauer. Die Dauer wird in der Zeichnungsaufforderung von dem Emittenten bekanntgemacht; sie stellt eine Höchstdauer dar, d. h. der Emittent kann sie, wenn er den Markt für gesichert hält, früher aufheben. Hier gibt es wieder zwei Unterarten, je nachdem, ob Sperrstücke nur vorzugsweise berücksichtigt werden sollen oder ob ihnen, wie dies bei verschiedenen preußischen und Reichsanleihen der Fall war, auch eine Kursbevorzugung zuteil wird.

2. Sperre mit Vorschlagsrecht der Zeichner. In diesem Falle findet sich in den Zeichnungsaufforderungen der Passus „Sperrzeichnungen werden bevorzugt". Hier ist die Dauer der Sperre von dem Willen der Zeichner abhängig, und es werden diejenigen zuerst berücksichtigt, die die längste Zeit auf die Marktgängigkeit ihrer Papiere verzichten: Es finden sich in diesem Falle Sperrangebote von 12 Monaten und mehr. Das Sperrangebot ist aber auch hier nur eine Maximalgrenze, d. h. die jeweilige tatsächliche Dauer der Sperre kann auch hier von dem Emissionshaus verkürzt werden. Der Sperre unterwirft sich derjenige, der die Effekten mit Sperrverpflichtung zeichnet bzw. kauft. Wenn ein Privatmann durch seinen Bankier zeichnen läßt, so ist den Emittenten gegenüber natürlich nur die-

---

[4]) Vgl. z. B. Deutscher Eisenhandel A.-G. früher Ravené, wo bei der Einführung von 23 Millionen M. im Juli 1908 Geh. Rat L. Ravené 2 Millionen M. bis November 1911 vom Verkehr ausschloß. Zur Zeichnung aufgelegt wurden 6 500 000 M.; vgl. auch Sonntag in HoldheimsMSchr. Bd. 10.

ser zur Innehaltung verpflichtet. In seiner Hand liegt es, ob er das Risiko selbst tragen will, wie er dies bei wenig geschäftsbewanderten Personen regelmäßig tun wird, oder ob er die Stücke mit der Verpflichtung zur Innehaltung der Sperre weitergibt.

Außerdem ist es 3. als eine Maßregel zur Einhaltung der Sperre anzusehen, wenn die Bonifikation und die Guichetprovision entweder ausschließlich oder in höherem Betrage bei Sperrstücken gewährt werden und zurückvergütet werden müssen, wenn die Papiere vor Ablauf der Sperre an den Markt kommen. Dies System ist besonders minutiös bei den Hypothekenbanken ausgebildet, die sich bei dem kontinuierlichen Verkauf allein dieses Systems bedienen, d. h. dem Käufer keine Sperrverpflichtung auflegen und es dem Vermittler überlassen, seriöse Kapitalisten auszusuchen. So bestimmt z. B. eine Berliner Hypothekenbank, daß die von ihr gewährte Bonifikation, die sich in ihrer Höhe nach dem verschiedenen Alter der einzelnen Sorten richtet (je neuer, desto höher), wenn die Pfandbriefe

binnen 3 Monaten an den Markt kommen, ganz
„ 6 „ „ „ „ „ $^3/_4$
„ 9 „ „ „ „ „ $^1/_2$
„ 12 „ „ „ „ „ $^1/_4$

verfällt. Bei den übrigen Papieren, bei denen Bonifikationen vorkommen, das sind, mit Ausnahme der Reichs- und deutschen Staatsanleihen, beinahe alle übrigen festverzinslichen Papiere und viele Aktien, finden sich beide Systeme der Sperre — ich nenne sie das direkte und indirekte — vereinigt. Außer der Rückbelastung der Bonifikation findet sich unter Umständen auch eine Rückbelastung der Stücke: d. h. das aufnehmende Bankhaus stellt an Hand der Nummern fest, wer die Sperrstücke gezeichnet oder gekauft hat, und belastet den betreffenden Verkäufer nicht nur wie im vorigen Fall für die gewährte Bonifikation, sondern für den ganzen aufgenommenen Betrag zu dem jeweiligen Kurs. Das ist mit ein Grund dafür, daß der Emittent in vielen Fällen über einen Bruch der Sperrverpflichtung leicht hinwegsehen kann,

da er sich durch Rückbelastung der Bonifikation bzw. Stücke an den Vermittlern schadlos halten kann.

Ueber die rechtliche Wirksamkeit der Sperre ist hier nicht zu schreiben. Als feststehende Tatsache muß aber betrachtet werden, daß sich parallel mit ihrer Ausdehnung auch ein Handel mit Sperrstücken entwickelt hat, der selbstverständlich der amtlichen Notiz entbehrt, trotzdem aber häufig den amtlichen Handel an Umfang übertrifft. Es ist begreiflich, daß der Kurs, der für Sperrstücke gezahlt wird, niedriger ist, als der im amtlich notierten Verkehr und somit auf letzteren keinen direkten Einfluß ausübt; tatsächlich wird aber niemand die Papiere zu einem teueren Kurse kaufen, wenn er sie billig erwerben kann und, wenn er sie zu behalten beabsichtigt, die sichere Aussicht hat, daß sie nach Aufhebung der Sperre im Kurse steigen, und bei dem großen Umfang des freien Verkehrs in Sperrstücken auch hoffen kann, sich ihrer im Falle der Not wieder zu entledigen.

Man darf wohl annehmen, daß die Schöpfer dieser Einrichtung an ein vollständiges Handelsverbot während der Dauer der Sperre dachten. Da aber die Zeichner in der Sperre nur ein Verbot für den offiziellen Markt sehen wollten, d. h., daß der Verkauf der Stücke unter der Bedingung der Einhaltung der Sperre seitens des Käufers erlaubt sein soll, und es, wie wir gesehen haben, auch an rechtlichen Grundsätzen fehlt, so hat sich heutzutage der Brauch, man kann beinahe sagen als Gewohnheitsrecht ausgebildet, daß der Verkauf am inoffiziellen Markt von einer großen Zahl von Börsenbesuchern nicht als Vertragsbruch angesehen wird. Dieser Zustand herrscht heute trotz des heftigen Protestes der Emissionsbanken, von denen die in der Berliner Stempelvereinigung zusammengeschlossenen (hierzu gehören auch deren Filialen in der Provinz) beschlossen haben, keine Geschäfte in Sperrstücken abzuschließen, und von denen einige, z. B. die Deutsche Bank, in ihren Zuteilungsbriefen den Passus aufgenommen haben:[5]) „Durch die Zeichnung und Zuteilung von Sperr-

[5]) Schmalenbach a. a. O. S. 62.

stücken wird die Verpflichtung begründet, diese Stücke während der Dauer der Sperre nicht in den Verkehr an der Börse zu bringen, auch nicht durch den Verkauf als Sperrstücke." Auf eine gerichtliche Entscheidung, ob eine Vertragsverletzung vorliegt oder nicht, haben sie es aber noch nicht ankommen lassen.

Auch die Maßregel, die wiederholt eingeschlagen wurde, zur Verhinderung des Handels in Sperrstücken die ganzen Stücke oder wenigstens die nächsten Zins- resp. Gewinnanteilscheine zurückzubehalten,[6]) hindert den Handel in Sperrstücken nicht, da man Gutscheine durch andere Effekten sichergestellt, ausfertigt und diese wie die eigentlichen Stücke handelt. Diese Maßregel ist daher zwecklos und außerdem noch deshalb zu verwerfen, weil sie den kleinen Bankier, besonders in der Provinz, benachteiligt, der, was besonders bei einer nicht mit allen börsentechnischen Einzelheiten vertrauten Bevölkerung ins Gewicht fällt, von seinen Kunden Geld empfängt, ihnen aber nichts dafür liefern kann und außerdem noch Schreibereien und Spesen hat.

Neben den rechtlichen Bedenken sprechen gegen die Sperre noch wirtschaftliche, und zwar sowohl für den Emittenten als auch für die Sperrzeichner.

Zunächst kommt es in Betracht, daß selbst die Sperre das Emissionshaus nicht vor jedem Interventionskauf bewahrt; denn wenn sich der Markt nicht gefestigt hat, die Sperre abläuft, und das bisher zurückgehaltene Material an den Markt kommt, so muß die Bank, um den Kurs zu halten, doch eingreifen, die Intervention ist also nur um den Zeitraum der Sperre herausgerückt. Allerdings ist hierbei zu berücksichtigen, daß zum Zeichnen mit Sperre in der Absicht, die Stücke sofort nach deren Ablauf zu verkaufen (Konzertsperrzeichner nach Höchberg),[7]) eine größere Kapitalkraft gehört, als zum gewöhnlichen

[6]) Dies wurde z. B. von der Firma Georg Fromberg & Co. bei der Emission der Aktien „Julius Berger & Co." ausdrücklich in der Zeichnungsaufforderung zur Bedingung gemacht.

[7]) BankA. 6 241.

Konzertzeichner, außerdem die Zeichner sich noch über die abgelaufene Zeit Gewinn versprechen müssen.

Für den Sperrzeichner hat die Sperre vor allem die Gefahr, daß sich während dieser Zeit die Marktverhältnisse verändern und er die Entwertung seiner Papiere ruhig mit ansehen muß, ohne sich ihrer zur rechten Zeit entledigen zu können. Die Lombardfähigkeit der Sperrstücke wird verschieden gehandhabt; es kann also noch die Gefahr dazu kommen, im Falle eines vorübergehenden Geldbedürfnisses auf seine Effekten kein Geld geliehen zu bekommen. Man muß allerdings berücksichtigen, daß im Falle eines notwendigen Verkaufs die Bank sich in der Regel — normale Zeiten vorausgesetzt — dann bereit erklären wird, die Stücke während der Sperrzeit zurückzunehmen. Irgend einen Rechtsanspruch hat der Käufer aber natürlich nicht.

Die Einführung des französischen Systems zur Abwehr der Konzertzeichner, das darin besteht, daß der Zeichner 40—50% der gezeichneten Summe in bar hinterlegen muß, kann nicht empfohlen werden, da hier tatsächlich die Gefahr bestünde, die man der Kaution fälschlich unterlegt: der Zeichner muß sich solider Papiere entledigen und ist dann der Gefahr ausgesetzt, im Falle der Ueberzeichnung bei der Zuteilung gar nicht oder nur minimal befriedigt zu werden. Außerdem steigt in diesen Tagen der Leihsatz für Geld beträchtlich.

§ 6. Zulassung und Einführung.

Wenn ich in folgendem über die Zulassung zum Börsenhandel spreche, so muß ich vorausschicken, daß es sich hier nicht um einen eigentlichen Emissionsakt handelt. Während wir bisher die Möglichkeiten behandelt haben, auf welche ein Effekt in den Verkehr eingeführt werden kann, und in der Sperre ein den ganzen Emissionsvorgang stark beeinflussendes Hilfsmittel des Emittenten kennen gelernt haben, so handelt es sich bei der Zulassung um einen staatlich geregelten Verwaltungsakt, also um einen Vorgang, bei dem das Emissionshaus, wenn man so sagen kann, nur passiv, nicht aktiv mitwirkt.

Man hat die Zulassung zum Börsenhandel etwas breit, aber im großen ganzen richtig wie folgt definiert:[1]) „Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel ist ein börsenrechtlicher, unter ständiger Aufsicht und Einwirkung staatlicher Organe sich vollziehender Selbstverwaltungsakt, durch den einem Wertpapier bei Vorliegen gewisser Voraussetzungen, die wegen des engen tatsächlichen Zusammenhangs vielfach in die eigentliche Emission der Wertpapiere hinübergreifen, nach einem zur Prüfung von deren Vorhandensein bestimmten Verfahren, die rechtliche Möglichkeit gewährt wird, Gegenstand des durch zahlreiche Einrichtungen erleichterten Börsenhandels zu sein — ein Akt, dessen vom Gesetz gewollte Wirkung: Freihaltung des deutschen Wertpapiermarktes von unsicheren Werten geschützt wird durch die gesetzliche Möglichkeit, die dabei beteiligten Personen zivilrechtlich haftbar zu machen, strafrechtlich und ehrengerichtlich zur Verantwortung zu ziehen." Kürzer gefaßt heißt dies: Die Zulassung ist die rechtliche Voraussetzung der Einführung an die Börse, des Emissionsaktes, durch den das Papier Gegenstand des Börsenhandels wird.[2]) Eine Kontrolle der Verkehrsobjekte ist, wie Weber richtig ausführt, undurchführbar; der Begriff Zulassung hat daher nur den Sinn: 1. Zulassung der Mitwirkung der Börsenorgane (Makler, Abrechnungsstelle, Schiedsgericht), 2. Zulassung zur Preisnotierung im offiziellen Kursblatt.

Es kann sich für uns im folgenden nicht darum handeln,

---

[1]) Gläßner a. a. O. S. 77; außerdem wurden für § 6 vor allem benutzt: Saling I, Die Kommentare zum Börsengesetz und Weber a. a. O.

[2]) Daß über diesen Begriff nicht überall Klarheit besteht, dafür mag als Beispiel eine Stelle aus Rothschilds Taschenbuch für Kaufleute dienen: S. 827: „Der Prospekt wird nach dem Zulassungsbeschluß und vor der Zulassung selbst veröffentlicht". Wie man einen Unterschied zwischen Zulassungsbeschluß und der Zulassung selbst konstruieren will, ist mir unverständlich. Die Zulassung und der Zulassungsbeschluß sind identisch. „Zulassung selbst" ist hier mit der Einführung, deren rechtliche Voraussetzung die Zulassung ist, verwechselt.

alle schon oft dargestellten[3]) Einzelheiten des Zulassungsverfahrens zu schildern, und die noch gar nicht in vollem Umfang aufgeklärten, damit verbundenen Rechtsfragen zu behandeln; es soll daher nach einer kurzen geschichtlichen Uebersicht nur der Verlauf des Verfahrens und besonders die Voraussetzungen, die das zuzulassende Effekt erfüllen muß, beschrieben werden. Dies soll uns zeigen, welche Wichtigkeit von seiten der Gesetzgebung der Möglichkeit, ein Papier an der Börse zu handeln, beigelegt wird, während wir die wirtschaftliche Bedeutung in den folgenden Kapiteln behandeln wollen.

Eine amtliche oder sogar gesetzlich geregelte Zulassung von Effekten an der Börse ist eine verhältnismäßig junge Erscheinung. Es hat schon beinahe zwei Jahrhunderte Börsen in Deutschland gegeben und es bestanden schon lange Börsenorgane (z. B. in Frankfurt a. M. seit 1707 die acht Börsenvorsteher, denen die finanzielle und ordnungspolizeiliche Verwaltung der Börse sowie die Aufsicht über die Kursnotierung zustand), ehe man daran dachte, die bei der Börse einzuführenden Wertpapiere einer Kontrolle zu unterwerfen. Hierzu mußten sich Mißstände entwickeln, wie sie sich in der Gründerperiode zeigten; und erst sehr allmählich entwickelte sich aus der bloßen Genehmigung, der Börsenbehörde, ein Papier in dem offiziellen Teil des Kursblattes (neben dem noch häufig ein unoffizieller Teil bestand) zu notieren, der heutige Rechtsgrundsatz, daß überhaupt nur bei zugelassenen Papieren eine amtliche Notiz stattfindet, für nicht zugelassene überhaupt kein Kursblatt mit bestimmtem Kurs veröffentlicht werden darf. Von den deutschen Börsen war es zuerst die Berliner, die in dem § 13 der revidierten Börsenordnung von 1885 den Grundsatz aufstellte, daß das Börsenkommissariat für die Fondsbörse den Handel in einem bestimmten Effekt nur gestatten darf, „wenn in einer von ihm für hinreichend gefundenen Weise die für die Bewertung des Effekts wichtigen Angaben seitens der hiesigen Firma durch Aushang an der Börse

[3]) Zuletzt, nach Fertigstellung der Arbeit, erschien Jakobs, Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel (Berlin 1914).

und Insertion in Berliner Zeitungen bekanntgemacht worden sind". Gegen die Entscheidung war Berufung an das Kollegium der Aeltesten möglich; in einem nicht zugelassenen Effekt durfte kein vereideter Makler Geschäfte vermitteln. Es entwickelten sich hieraus „leitende Gesichtspunkte, welche sich aus der bisherigen Praxis des Börsenkommissariats bei Behandlung der in § 13 der revidierten Börsenordnung vorgeschriebenen Einführungsprospekt sich ergeben haben". Sie enthielten 1. allgemeine Voraussetzungen, so die Zahlbarkeit der Zinsen in Berlin, die Vollzahlung der Aktien, die Verständigung mit dem Kommissariat, dessen Referenten in jedem Falle der Prospekt mit Unterlagen spätestens einen Tag vor der entscheidenden Sitzung einzureichen war, betr. des Umrechnungskurses bei ausländischen Effekten, und 2. außerdem für jede der 14 Kategorien bestimmte Erfordernisse über die Prospektangaben und die miteinzureichenden Unterlagen. Bei Konversionen wurden nur im Falle einer gleichzeitigen Kapitalserhöhung, bei der Ausgabe von neuen Serien von Obligationen nur abgekürzte Prospekte gefordert. Diese Maßregel hatte aber keine so weittragende Bedeutung als die heutige Zulassung, da dies nur für die amtliche Notierung und die amtlichen Makler galt, einer Veröffentlichung in privaten Kursblättern aber nichts im Wege stand.

Das Börsenkommissariat erklärte übrigens ausdrücklich, daß es die Angaben nicht verlangte, um sich selbst ein Urteil über den Wert zu bilden, sondern nur um das Publikum aufzuklären. Das Kommissariat behielt sich zwar vor, Effekten, „welche offenbar schlecht waren", nicht zuzulassen; solche Ablehnungen fanden aber unter der Praxis der „leitenden Gesichtspunkte" nur höchst selten statt. Die zunächst erlaubte Notierung in dem nichtamtlichen Teil des offiziellen Kursblatts war nur ein Uebergang, dem, sobald sich „ein genügendes Geschäft" entwickelt hatte, die Notierung in dem amtlichen Teil folgte.

Die Rechtslage wurde vollständig durch das Börsengesetz von 1896 geändert, in dessen § 41 (jetzt 43) bestimmt wurde: „Für Wertpapiere, deren Zulassung zum Börsenhandel

verweigert oder nicht nachgesucht ist, darf eine amtliche Feststellung des Preises nicht erfolgen. Geschäfte in solchen Wertpapieren sind von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen und dürfen von den Kursmaklern nicht vermittelt werden. Auch dürfen für solche an der Börse abgeschlossenen Geschäfte Preislisten (Kurszettel) nicht veröffentlicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet werden, soweit nicht die Börsenordnung für besondere Fälle Ausnahmen gestattet." Die Zulassung erfolgt nach § 36 durch eine besondere Kommission, von deren Mitgliedern mindestens die Hälfte aus Personen bestehen muß, „die nicht berufsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligt sind."

Für die weitere Regelung des Zulassungsaktes kommen außer dem Börsengesetz (in der Fassung der Novelle von 1908) noch die Bundesratsverordnung vom 4. Juli 1910 die Börsenordnungen (z. B. Berlin §§ 24—27, Frankfurt §§ 14—16) sowie die Geschäftsordnungen der Zulassungsstelle an den verschiedenen Börsen in Betracht, außerdem die von den vereinigten Zulassungsstellen 1896 gefaßten Beschlüsse.

Alle diese Bestimmungen kranken, was vorweg einstweilen erwähnt sein mag, daran, daß sie nur die Zulassung zur Börse treffen und nicht die Emission unsolider in- und ausländischer Wertpapiere hindern können, die die deutschen Börsen nicht aufzusuchen brauchen. Eine Voraussage Max Webers in seiner Besprechung der Börsenenquete 1896, die im großen und ganzen eingetroffen ist.

Das Zulassungsverfahren greift in seinem vollen, später näher zu schildernden Umfange Platz bei allen Papieren, deren Einführung zur Börse beabsichtigt ist, wenn nicht durch Gesetz Ausnahmen davon ausdrücklich erlaubt sind. Dies ist nach § 39 zunächst der Fall bei deutschen Reichs- und Staatsanleihen, deren Einführung bedingungslos zu erfolgen hat (nach dem alten BG. mußte immerhin ein Antrag gestellt werden, der allerdings nicht abgelehnt werden durfte). Der Börsenvorstand, dem die Merkmale, zu denen der Gesamtbetrag der Anleihe nicht gehört, mitzuteilen sind, hat die für die Einführung notwendigen

Anweisungen, wie wenn eine gesetzliche Zulassung vorangegangen ist, zu veranlassen.

Außerdem kann für gewisse Arten von Wertpapieren, nämlich solche, deren Verzinsung vom Reiche oder einem Einzelstaate gewährleistet ist, den Schuldverschreibungen einer kommunalen Körperschaft, der Kreditanstalt einer solchen Körperschaft, einer kommunalständischen Kreditanstalt, oder einer unter staatlicher Aufsicht stehenden Pfandbriefanstalt der Prospekterlaß durch die Landesregierung (in Preußen durch den Handelsminister) entweder ein für allemal (so für die preußischen Provinzen) oder für den einzelnen Fall gewährt werden, durch welche Anordnung die Zulassung als erfolgt zu gelten und eine Mitwirkung der Zulassungsstelle nicht mehr stattzufinden hat. Die Befreiung vom Prospekt kann und wird in den meisten Fällen von der Regierung an gewisse Bedingungen geknüpft werden, so die Veröffentlichung einer Bekanntmachung, die die Merkmale evtl. auch die Sicherheiten und den Zweck enthält, die kostenfreie Einlösung der Zinsscheine, die Bekanntmachung der Auslosungen in Blättern des Börsenplatzes u. ä.

Der Börsenbehörde sind, ähnlich wie bei den Reichs- und Staatsanleihen, die Merkmale der Anleihe mitzuteilen, jedoch bedarf es der Angabe des Betrags der Anleihe, außer wenn es sich um eine kommunalständische, öffentliche Grundkreditanstalt oder eine unter staatlicher Aufsicht stehende Pfandbriefanstalt handelt (z. B. die preußischen Landschaften).

Das Zulassungsverfahren setzt sich aus folgenden Einzelakten zusammen:

1. Der Antragsstellung (der Prospekt und sonstige Aktenstücke beiliegen müssen),
2. der Antragsveröffentlichung seitens der Zulassungsstelle,
3. der Prüfung des Antrags,
4. dem Zulassungsbeschluß,
5. der Prospektveröffentlichung.

Frühestens 3 Tage nach Erledigung aller dieser Maßnahmen darf die Einführung erfolgen.

Der Antrag auf Zulassung ist nach BRV. § 5 Abs. 2

schriftlich einzureichen und muß den Betrag und die Art der einzuführenden Wertpapiere, sowie eine Angabe darüber, ob eine Zulassung bei einer andern deutschen Börse schon vorher oder gleichzeitig beantragt ist, enthalten. Er muß von einer an der Börse vertretenen öffentlichen Bankanstalt, Privatbank oder Bankfirma gestellt sein (BRV. § 5 Abs. 2); von diesem Erfordernis kann die Landesregierung für bestimmte Arten von inländischen Papieren allgemein (z. B. in Preußen für die Landschaften) die Zulassungsstelle im einzelnen Falle Dispens gewähren (BRV. § 5 Abs. 5).

Diese Bestimmung fand sich in der Verordnung von 1896 noch nicht, doch war sie schon vor 1910 in verschiedene Börsenordnungen aufgenommen. Die meisten Börsenordnungen gehen auch heute noch weiter, indem sie verlangen, daß die Bankfirma an dem Börsenplatz ihren Sitz hat (BBO. 26 Frankf. BO. 14 Abs. 6). Man hat den Zwang, überhaupt eine Bank zur Vermittlung heranzuziehen, und die Bevorzugung der Lokal-Banken vielfach getadelt (z. B. Schmalenbach), besonders, da nach der neuen Auffassung des Reichsgerichts eine Klage der Aktionäre gegen die Gesellschaft auf Grund des Prospekts (näheres unten) erhoben werden kann, demnach also eine Beteiligung einer Bank aus „öffentlichem Interesse", um einen Haftpflichtigen aus dem Prospekt zu haben, nicht mehr nötig ist. Meines Erachtens ist dieser Einwand nicht ausreichend, da aus den verschiedensten Gründen, z. B. auch bei der Einführung, die Beteiligung einer Bank in beinahe allen Fällen unumgänglich nötig ist und außerdem für die Frage der Prospekthaftung hinzukommt, daß in den meisten Fällen die Gesellschaft, wenn gegen sie auf Grund der Prospekthaftung vorgegangen wird, zahlungsunfähig ist und erst durch die Mitunterschrift der Bank ein solventer Schuldner vorhanden ist.[4]) Dem Antrag müssen die im § 9 der BRV. bestimmten Nachweise beiliegen, z. B. die Rechtstitel auf Grund deren die Ausgabe erfolgt, auf Verlangen in amtlich beglaubigter Form, sowie bei Aktiengesellschaften die

[4]) Vgl. z. B. Niederdeutsche Bank.

drei letzten Geschäftsberichte, oder während des zweiten Jahres ihres Bestehens der Revisionsbericht nach HGB. § 193, außerdem der Prospekt mit den unten näher zu erwähnenden Erfordernissen, in Berlin in 50, in Frankfurt in 25 Exemplaren.

Wenn der Antrag den geforderten Bedingungen entspricht, verfügt der Vorsitzende seine Veröffentlichung unter Angabe des Antragstellers, des Betrags und der Art der einzuführenden Wertpapiere (BG. 38 Abs. 1, BRV. § 5 Abs. 2) im Deutschen Reichsanzeiger, sowie zwei weiteren Zeitungen, wovon mindestens eine am Börsenplatz, die andere bei Anteilen und Schuldverschreibungen einer inländischen Gesellschaft in deren engeren Wirtschaftsgebiet erscheint, gleichzeitig auch die Auslegung der Beweisstücke, am zweckmäßigsten in den Bureaus der Börse. Die Bedeutung des Tages der Veröffentlichung liegt darin, daß er der Ausgangspunkt für die Minimalfrist von 6 Tagen ist, nach deren Ablauf die Einführung an die Börse geschehen kann (BG. § 38 Abs. 1); eine Prüfung des Antrags hat der Vorsitzende nicht vorzunehmen.[5])

Nach erfolgter Veröffentlichung des Antrags, die dazu dienen soll, daß etwaige Bedenken gegen die Zulassung aus dem Publikum der Zulassungsstelle mitgeteilt werden können, kann diese mit dem Ermessen in die Beratung eintreten, daß die Zulassung frühestens 3 Tage nach der Veröffentlichung erfolgt.

Die Zulassung hat zunächst folgende obligatorische Voraussetzungen, die hier in extenso wiedergegeben werden sollen, da, wie schon erwähnt, nur Effekten, die diese Voraussetzungen erfüllen, an die Börse eingeführt werden können.

1. Es müssen mindestens vorhanden sein Stücke im Nennwert von 1 Million Mark bei den Börsen in Berlin, Hamburg und Frankfurt a. M., 500 000 M. bei den übrigen Börsen, bei einem nicht auf einen Geldbetrag lautenden Papieren mindestens 1000 Stück (Ausnahmen sind bei Kapitalsreduktionen schon

---

[5]) Vgl. Thorwart im BankA. 1 betr. Beratung des Börsenausschusses 1896.

notierter Papiere und in besonderen Fällen mit Genehmigung der Landesregierung zulässig [BRV. § 1 und 2]). Mit dieser Bestimmung ist aber nicht garantiert, daß diese Mindestsumme auch wirklich dem Markt bei der Einführung zur Verfügung steht.

2. Anteile einer ausländischen Gesellschaft müssen regelmäßig einen Nennwert von 1000 M. haben, andernfalls bedarf die Zulassung der Genehmigung der Landeszentralbehörde.

3. Die Wertpapiere müssen — außer Versicherungsaktien und Interimsscheinen — vollbezahlt oder die Vollzahlung jederzeit zulässig sein, außerdem seitens des Ausstellers gewisse Bedingungen betr. kostenfreier Zinsscheineinlösung und der Veröffentlichung der Verlosungslisten erfüllt werden. Ausländische Erwerbsgesellschaften müssen unter Garantie des Antragstellers die Bilanz nebst Gewinn- und Verlustrechnung mindestens 5 Jahre lang in deutschen Zeitungen veröffentlichen.

4. Die Zulassung von Aktien eines zur Aktien- oder Aktienkommanditgesellschaft umgewandelten Unternehmens dürfen nicht vor Ablauf eines Jahres seit Eintragung in das Handelsregister und Veröffentlichung der Bilanz — nebst Gewinn- und Verlustrechnung — erfolgen. Die Bestimmung gilt aber nicht für direkt in der Form der Aktiengesellschaft gegründete Unternehmen.

Von der Befugnis, „die Zulassung von Erfüllung weiterer Voraussetzungen abhängig zu machen, die eine Erleichterung des Börsenverkehrs oder der den Erwerber der Wertpapiere zustehenden Rechte bezwecken, oder die hinsichtlich der Wertpapiere zu bewirkenden Bekanntmachungen betreffen", haben die einzelnen Zulassungsstellen in weitem Umfang Gebrauch gemacht, sofern sie Bekanntmachungen und die Einrichtung von Einlösungsstellen am Börsenplatz betreffen,[6]) weitergehende Bedingungen aber, die die Mißstände bei der Einführung treffen

[6]) Insbesondere ist die Bilanzveröffentlichung der Gesellschaften mit beschränkter Haftung zu fordern, deren Obligationen an der Börse notiert werden.

könnten und die hier einzusetzen hätten, finden sich nur an den Börsen zu Dresden (Zwang zur Beantragung der Zulassung junger Aktien) und München (Angabe des Einführungskurses).

Im übrigen hat die Zulassungsstelle die Aufgabe und Pflicht (BG. § 36),

a) die Vorlegung der Urkunden, welche die Grundlage für die zu emittierenden (rectius einzuführenden) Wertpapiere bilden, zu verlangen und diese Urkunden zu prüfen;

b) dafür zu sorgen, daß das Publikum über alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse soweit als möglich informiert wird, und bei Unvollständigkeit der Angaben die Emissionen nicht zuzulassen;

c) Emissionen nicht zuzulassen, durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden oder welche offenbar zu einer Uebervorteilung des Publikums führen.

Außerdem ist nach BRV. § 14 der Antrag abzulehnen,

1. wenn die in § 36 erforderten Urkunden nicht beigebracht werden,

2. wenn der Zulassung Bedenken örtlicher Natur oder wichtige wirtschaftliche Bedenken gegenüberstehen, oder

3. wenn der Zulassungsstände Umstände bekannt sind, die eine *erhebliche Benachteiligung* der Erwerber der Wertpapiere oder eine Gefährdung erheblicher allgemeiner Interessen befürchten lassen.

Ob diese Vorschriften für die Zahlungsstelle bindend sind, d. h. ob sie sie nur bei Vorliegen solcher Umstände ablehnen darf (Dove, Meyer, Kahn) oder ob diese Vorschriften nur Minimalvorschriften sind, auf Grund deren sie sie ablehnen muß, nach freiem Ermessen hierüber hinaus, noch die Befugnis zur Ablehnung hat (Apt, Weißbarth, Wermuth, Brendel, Hemptenmacher, Nußbaum), kann hier nicht erörtert werden.

Die Zulassungsbehörde hat außerdem die Befugnis, die genehmigte Notiz wieder zurückzuziehen, besonders, wenn das Emissionshaus die von der Zulassungsstelle geforderten Bedingungen (z. B. die Bilanzveröffentlichung) nicht erfüllt.

Doch wird sie davon nur selten Gebrauch machen können, da dies keine Strafe für das Emissionshaus darstellt, sondern nur eine Benachteiligung der Erwerber der Wertpapiere bedeutet.

Das Verfahren, das die Zulassungsstelle bei der Prüfung der Anträge einschlägt, ist durch ihre Geschäftsordnung bestimmt. In der Mehrzahl der Fälle wird sie sich auf die Prüfung der Vollständigkeit des Prospekts beschränken. Sie hat das Recht, zu fordern, daß eine etwaige Unvollständigkeit ergänzt, nicht vorgeschrieben Angaben gestrichen werden (BRV. § 13); so entspricht es vor allem der Praxis der Zulassungsstelle in Berlin, reklamehafte Anpreisungen zu entfernen.

Nach erfolgter Prüfung spricht die Zulassungsstelle mit absoluter Majorität ihren Beschluß darüber aus, ob das betr. Effekt zum Handel und Notiz an der Börse zugelassen wird oder nicht. Gegen einen ablehnenden Beschluß der Zulassungsstelle steht dem Antragsteller nach den meisten Börsenordnungen (BBO. § 27; FrBO. § 16) eine Berufung an die vorgesetzte Aufsichtsbehörde (in Preußen die Handelskammern) zu; eine reichsgesetzliche Vorschrift darüber besteht nicht. Eine Angabe der Gründe der Ablehnung braucht nicht zu erfolgen, doch werden diese trotzdem regelmäßig veröffentlicht.

Als dritte und letzte Instanz wird man tatsächlich für die preußischen Börsen den Handelsminister anzusehen haben, der auf Grund der ihm zustehenden höchsten Börsenaufsicht das Recht für sich in Anspruch nimmt, Zulassungen, besonders ausländischer Effekten zu verbieten; am bekanntesten ist der Einspruch, der gegen die Zulassung von 2 Millionen Dollar der Milwaukeeaktien erhoben wurde. Die Berechtigung dazu ist bestritten.[7])

Spätestens nach erfolgter Zulassung ist der Prospekt zu veröffentlichen, der, wie erwähnt, in seinem Entwurf dem Zulassungsantrag beiliegen muß, und auf den sich tatsächlich die Prüfung der Zulassungsstelle zu erstrecken hat. Er darf

[7]) Vgl. Dernburg, Kapital und Staatsaufsicht.

gesetzlich schon früher veröffentlicht werden, doch müssen dann etwaige Aenderungen, die die Zulassungsstelle vornimmt, berichtigend in allen Zeitungen, in denen der Prospekt veröffentlicht war, bekanntgemacht werden. Daher ist es jetzt wohl beinahe als Regel zu betrachten, daß die Prospektveröffentlichung erst nach erfolgter Zulassung erfolgt. Der Tag der Veröffentlichung des Prospektes in den Zeitungen, in denen der Antrag veröffentlicht war (außer dem Reichsanzeiger), ist dann insofern von Bedeutung, als drei Tage nach erfolgter Veröffentlichung frühestens die Einführung stattfinden darf.

Der Prospekt, der als eine Darlegung der finanziellen Lage des Antragstellers zu gelten hat, soll nach der Absicht der Börsenenquetekommission[8]) folgende Zwecke haben:

1. Durch ihn soll die häufig früher vorgekommene Anonymität des Emissionshauses beseitigt werden, d. h. der Emittent soll bekannt sein und mit seinem Emissionskredit für die Emission eintreten; demgemäß ist der Prospekt von dem Antragsteller mit zu unterzeichnen.

2. Dem kaufenden Publikum soll möglichst das Tatsachenmaterial zur Verfügung gestellt werden, daß es zur eigenen Beurteilung des neu emittierten Effekts bedarf.

3. Durch die Prüfung dieses Materials seitens der Zulassungsstelle soll das Publikum die Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit haben.

Der Prospekt muß demgemäß nach dem Gesetz „die zur Beurteilung des Wertpapieres notwendigen Angaben enthalten"; diese sind in den §§ 5—9 der BRV. für alle einzelnen Gattungen von Effekten in detaillierter Form angegeben; sie sind meistens übereinstimmend mit den Erfordernissen der „leitenden Gesichtspunkte", stellen jedoch insofern nur Mindestforderungen dar, als es der Zulassungsstelle freisteht, weitere Angaben zu fordern. Gegen eine evtl. Weigerung steht der Zulassungsstelle die Möglichkeit zu, die Zulassung abzulehnen.

---

[8]) Bericht S. 46 ff.

Die Prospektveröffentlichung hat auch bei Konvertierungen und Kapitalserhöhungen (im Unterschied zu den leitenden Gesichtspunkten) im vollen Umfang zu erfolgen. Aus Billigkeitsrücksichten ist jedoch durch § 11 BRV., wenn Wertpapiere desselben Ausstellers schon an der Börse notiert sind, die Möglichkeit gegeben, einen abgekürzten Prospekt zu veröffentlichen d. h. es darf mit Genehmigung der Zulassungsstelle auf den früheren Prospekt hingewiesen werden. Bei neuen Serien von Obligationen braucht sich der Prospekt nur auf die Angaben zu beschränken, die sich seit Veröffentlichung des vorhergehenden geändert haben.

Auf die weitergehende Bedeutung, die der Prospekt als Grundlage für die Haftung aus den §§ 45—47 des Börsengesetzes hat, soll hier nur hingewiesen werden. Es sei nur erwähnt, daß diese Prospekthaftung unabhängig neben der aus HGB. § 203 besteht; letztere erstreckt sich auf denjenigen, der vor der Eintragung ins Handelsregister oder binnen der ersten 2 Jahre nach der Eintragung „eine öffentliche Ankündigung der Aktien erläßt, um sie in den Verkehr einzuführen". Der Hauptunterschied gegenüber der Prospekthaftung besteht außer der kürzeren Dauer darin, daß sie gegenüber der Gesellschaft (nicht den einzelnen Aktionären) besteht, und zwar für die Angaben der Gründer.

Von der Zulassung streng zu scheiden ist die Einführung. Während die Zulassung ein Verwaltungsakt ist, ist die Einführung ein Emissionsakt; sie findet sich zwar nicht notwendig bei sämtlichen Emissionen, sondern nur bei solchen, bei denen eben für die Effekten eine Börsennotiz herbeigeführt werden soll. Unter dieser Voraussetzung ist aber eine Einführung bei allen Arten nötig, auch bei solchen, die einer Zulassung nach Börsengesetz §§ 39 und 40 nicht bedürfen. Man kann sie deshalb am besten als fakultativen Emissionsakt bezeichnen, und zwar Emissionsakt deshalb, weil sie in dem Fall, daß sie überhaupt stattfindet, regelmäßig von den Emittenten oder in deren Auftrag von einer am Börsenplatz ansässigen Firma vorgenommen wird. Sie

braucht zeitlich nicht mit der eigentlichen Emission, dem Verkauf der Stücke, zusammenzufallen.

Die Verwirrung, die in der Literatur und der Geschäftssprache über diesen Begriff herrscht, läßt sich dadurch erklären, daß man diejenige Emissionsart, bei der der Verkauf der Stücke und die Einführung zeitlich und tatsächlich zusammenfällt, gleichfalls „Einführung" nennt. Dies ist, wie wir oben gezeigt haben (§ 4 b), der Emissionsmodus des „Massenverkaufs zum ersten Kurs", bei dem zu dem Einführungskurs, d. h. dem erstmals amtlich notierten Kurs, die übernommenen Bestände verkauft werden.

Dieser Ausdruck ist aber insofern irreleitend, als eine Einführung im eigentlichen Sinne, wie wir sie jetzt zu definieren haben, sich auch — vorausgesetzt, daß überhaupt eine Börsennotiz herbeigeführt wird — bei allen anderen Emissionsarten gleichfalls findet, nur daß beide dann nicht zeitlich zusammenfallen.

Diese Einführung im eigentlichen, weiteren Sinne besteht darin, daß durch ein Zusammenwirken der Börsenorgane (d. h. der Kursmakler und des Börsenvorstands, der diesen die Erlaubnis gibt, in dem betreffenden Papier eine amtliche Notiz festzustellen) und der Interessenten für das Papier (den Verkäufern und Käufern) nach den gewöhnlichen Regeln der Preisfeststellung eine erste amtliche Notiz zustande kommt.[9])

Der Einführung an die Börse hat, mit Ausnahme der in den §§ 39 und 40 des Börsengesetzes aufgezählten Papiere, die Zulassung voranzugehen, und zwar ist das zeitliche Verhältnis zwischen beiden derart geregelt, daß die Einführung frühestens 3 Tage nach erfolgter Prospektveröffentlichung (in den seltenen Fällen, in denen diese vor erfolgter Zulassung erfolgt, 3 Tage nach dem Zulassungsbeschluß) (BRV. § 17) stattfinden kann; um zu verhindern, daß die Einführung zu lange herausgeschoben wird und in der finanziellen Lage des Ausstellers eine Verschlechterung eintritt, bestimmt die Geschäftsordnung

[9]) Aehnlich Nußbaum.

der Zulassungsstelle zu Berlin § 8, daß die Zulassung wiederholt werden muß, wenn die Einführung nicht binnen drei Monaten, nach beschlossener Zulassung, binnen eines Monats nach der Veröffentlichung des Prospekts erfolgt. In der Geschäftsordnung der Zulassungsstelle an der Börse zu Frankfurt a. M. findet sich zwar eine entsprechende Bestimmung nicht, doch wird sie den Antragstellern bei der Zustellung des Zulassungsbeschlusses jedesmal ausdrücklich mitgeteilt.

Das zeitliche Verhältnis zu den übrigen Emissionsarten ist unbestimmt. Sie können vor der Einführung, mit ihr zu gleicher Zeit und nach ihr erfolgen, mit den einzigen Ausnahmen, daß 1. in einem zugelassenen und zur Zeichnung aufgelegten Papier eine amtliche Notiz erst nach vollendeter Zuteilung erfolgen darf. 2. Zur Feststellung des ersten Kurses ein teilweiser Verkauf insofern erfolgen muß, als wenigstens einiges Material von dem Emittenten zur Verfügung gestellt werden muß (eine Mindestumsatzgarantie jedoch in Berlin nicht besteht). Die überwiegende Hauptmasse der Effekten aber kann schon früher in das Publikum gebracht sein, oder später gebracht werden. Es sei also noch einmal betont, daß der Verkauf der Stücke und die Einführung, die, soweit sie von den Banken vorgenommen, unter dem Oberbegriff Emissionsgeschäft zusammengefaßt werden, getrennte Vorgänge sind, die nur bei einem einzigen Emissionsmodus zusammenfallen.[10])

---

[10]) Es sei hier bemerkt, daß die Feststellung des ersten Kurses sich in der weit überwiegenden Zahl der Fälle in der Form des Kassa-Geschäfts vollziehen muß, da bekanntlich die Zulassung zum Terminhandel von der Zulassung zum Börsenhandel überhaupt scharf zu trennen ist und nur bei Vorliegen gewisser Voraussetzungen (§ 50 BG.: 20 Millionen Aktienkapital, Genehmigung des Ausstellers, Erklärung des Reichskanzlers, „daß er zu weiteren Ermittelungen keinen Anlaß finde") von dem Börsenvorstand (nicht der Zulassungsstelle), bei Fabrik- und Bergwerks-Aktien nur mit Genehmigung des Bundesrats erteilt wird; ein sofortiger Terminhandel unmittelbar nach der Zulassung zur Börse sich demnach auf neue Emissionen 3% Reichs-, preußischer und sächsischer Anleihen, weniger ausländischer Staatsanleihen und die jungen Aktien der terminfähigen Gesellschaften beschränken muß.

Die Einführung in diesem Sinne ist ein rein *technischer* Akt, dem *wirtschaftliche Bedeutung* nur wegen seiner *Folgen* zukommt, die darin bestehen, daß von diesem Tage an in dem betr. Effekt ein Börsenhandel stattfinden kann. Nur diese hat man im Auge, wenn man von einer Bedeutung der Einführung spricht. Der *Einführungsakt selbst* hat eine solche nur dann, wenn mit ihm zusammen die Emission des ganzen zum Verkauf kommenden Betrages, oder eines beträchtlichen Teils stattfindet. Hierauf wird in anderem Zusammenhang später[11]) zurückzukommen sein.

Aufgabe des folgenden Kapitels hat es zunächst zu sein, zu ermitteln, welches die Interessen sind, die einen Börsenhandel als erwünscht scheinen lassen, d. h. festzustellen, warum ein Papier „eingeführt" wird.

II. Kapitel: Die Börse als Zentralbewertungsstelle.

(Die privatwirtschaftliche Bedeutung der Börsennotiz für die Emission.)

1. Abschnitt: Die Bedeutung der Börsennotiz für die Emissionsinteressenten.

Die Tatsache, daß ein Effekt an der Börse eingeführt ist, und demnach eine amtliche Notiz in ihm festgestellt werden kann, findet äußerlich betrachtet seinen Ausdruck darin, daß in dem betr. Papier, nachdem es die für die Zulassung notwendigen Bedingungen erfüllt hat — deren genaue und zum Teil strenge Vorschriften uns gezeigt haben, welche Bedeutung die Gesetzgebung dieser Möglichkeit beimißt —, die vereidigten Makler Abschlüsse vermitteln dürfen, und der dabei erzielte Preis, „welcher der wirklichen Geschäftslage an der Börse" entsprechen muß (BG. § 29), in dem täglichen amtlichen Kursblatt notiert wird.

Die Möglichkeit der Feststellung eines „Börsenpreises" hat zunächst eine *juristische* Bedeutung, die ihre Regelung im HGB. §§ 400—405 gefunden hat und sich vor allem

[11]) Vgl. unten Kapitel III.

auf die Frage des Effektenkommissions- spez. des Selbsteintrittsrechtes bezieht. Außerdem ist diese im HGB. noch dadurch zum Ausdruck gebracht, daß der jeweilige Börsenpreis bei der Bilanzaufstellung der Aktiengesellschaften, dem Selbsthilfeverkauf, ebenso auch in zahlreichen Steuergesetzen als grundlegende Norm gilt,[1]) ferner wird er bei Eintragungen in das Reichsschuldbuch und die Staatsschuldbücher[2]) in den Fällen, in denen keine Obligationen eingereicht werden, der Berechnung zugrunde gelegt. Auf diese privat- und öffentlichrechtlichen Fragen soll im folgenden nicht näher eingegangen werden.

Wirtschaftlich äußert sich die Tatsache der Notierung in folgendem:

1. Das betr. Effekt kann an dem zentralen Markt gehandelt werden, an welchem Angebot und Nachfrage am ehesten ihren Ausgleich finden können.

2. Durch die getätigte Notiz ist jeder Interessent eines Wertpapieres in die Lage gesetzt, den Kapitalwert des betr. Effekts täglich festzustellen.

Aufgabe des folgenden hat zu sein, die privatwirtschaftlichen Interessen zu untersuchen, d. h. welche Interessen die an der Emission beteiligten Kreise daran haben, daß die Börsennotiz mit den beiden erwähnten tatsächlichen Aeußerungen besteht; denn es ist klar, daß die Möglichkeit, eine solche festzustellen, zwar ein Vorzug des Papiers ist, der für die ganze Zeit seiner Existenz Wirkung hat, aber schon bei der Emission insofern von Bedeutung sein kann, als die Möglichkeit der Feststellung der Notiz nach deren Vollendung den Verkauf erleichtert. Die Frage lautet also, welche Bedeutung legen die an der Emission beteiligten Kreise der Börsennotiz bei? Nachdem wir diese Frage beantwortet haben, können wir in einem

---

[1]) Dove in Rießer-Festschrift S. 7.

[2]) Ausführungsanweisung des preußischen Finanzministers zum Staatsschuldbuch vom 30. Mai 1910. Art. 3. Aehnlich die Anweisung des Reichskanzlers für das Reichsschuldbuch. Vgl. auch Erlaß des Finanzministers betr. Reichs- und Staatsschuldbuchverkehr vom 30. Mai 1910, IV. 1.

weiteren Abschnitt feststellen, wieweit die Börse heute die in sie bei Erfüllung dieser Aufgaben gesetzten Hoffnungen in normalen Zeiten tatsächlich erfüllt.

Vorausschicken muß ich aber zum Verständnis der Sachlage, daß die Börsennotiz allein keine notwendige Bedingung für die Gangbarkeit eines Effektes, ja sogar auch nicht für die Feststellung des Kapitalwertes ist. Der Gegensatz zum Börsenhandel ist der Handel in nicht notierten Werten, der Konkurrent des amtlichen Kursblatts, das Kursblatt für Werte ohne Börsennotiz. Hierauf mit wenigen Worten einzugehen, wird daher eine Aufgabe dieses Abschnittes sein, da nur im Gegensatz zu beiden der Wert, den die Börsennotiz für einige der Interessenten hat, klar zutage tritt. Ich werde darüber jedoch erst dort sprechen, wo die Unterschiede am deutlichsten zutage treten: bei den Käufern und Besitzern von Aktien.

§ 7. Die Bedeutung der Börsennotiz bei festverzinslichen Papieren.

Ich wende mich zunächst den festverzinslichen Papieren zu. Um sich die Bedeutung der Börsennotiz für ein solches klar zu machen, darf man an keine Gattung denken, bei der die Einführung selbstverständlich ist, sondern wir müssen solche ins Auge fassen, bei denen dies sich nicht von selbst versteht, etwa eine Stadtanleihe oder eine Industrieobligation.

Interessiert an der Börsennotiz festverzinslicher Wertpapiere sind: Der Aussteller, der Emittent und der Käufer.

a) Für den Käufer.

Ein unmittelbares Interesse an ihr hat zunächst der Käufer; er verlangt die Börseneinführung nicht immer ausdrücklich, aber tatsächlich dadurch, daß er sich vorzugsweise an Emissionen beteiligt, die zur Börse zugelassen sind oder deren Zulassung von dem Emissionshaus in Aussicht gestellt ist. Der Käufer wird dies verlangen, auch wenn er gar keine spekulativen Absichten hat. Auch wenn er nur auf den Zinsgewinn, die Rente, sieht, d. h. wenn der Kurs für ihn streng

genommen gar keine Bedeutung hat, da er immer den gleichen Zins erhält, so wird er doch eine Notierung verlangen, um die Möglichkeit zu haben

1. seine Effekten jederzeit veräußern zu können,

2. den Kapitalwert derselben möglichst täglich zu berechnen. Diese beiden Möglichkeiten bietet im großen ganzen, von Ausnahmen abgesehen, nur die Börse. In welchem Umfang sie sie tatsächlich bietet, richtet sich nach der an anderer Stelle zu erörternden Gangbarkeit der betr. Effektengattung. Jedenfalls ist aber selbst im ungünstigsten Falle die Möglichkeit der Veräußerung bei einem eingeführten festverzinslichen Papier immer noch größer, als bei einem nicht eingeführten.

Außerdem besteht auch in der Zulassung ein Verfahren, das zwar keine Garantie für den Wert eines Unternehmens bzw. einer Korporation gewährt, wohl aber die Richtigkeit des im Prospekt zur Verfügung gestellten Materials einer Haftung stellt, die gegebenenfalls dem Käufer die Möglichkeit gibt, bei absichtlich betrügerischer Angabe den Regreßweg zu beschreiten.

Ferner ist zu beachten, daß ein Papier, das an der Börse notiert ist, der öffentlichen Kritik und Beurteilung untersteht. Ein Kursblatt der wichtigsten an der Börse notierten Papiere findet sich in den meisten, auch mittleren, Tageszeitungen und wenn diese einen kleinen Handelsteil haben, so werden sie nur über notierte Papiere berichten. Angaben über nicht notierte Werte finden sich nur in ausgesprochenen Börsen- und den allergrößten Tageszeitungen, die einen besonderen Wert auf ihren Handelsteil legen; diese anzuschaffen und regelmäßig zu lesen ist aber für manchen Effektenbesitzer kostspielig und zeitraubend. Eine regelmäßige Beurteilung seiner Effekten ist aber für jeden Besitzer von solchen insofern von Wichtigkeit, als er über die Ursachen etwaiger Kursschwankungen aufgeklärt, sich nicht zu überstürzten Käufen und Verkäufen verleiten läßt.

b) Für den Aussteller.

Dem Verlangen nach Börseneinführung müssen sich Aussteller und Emittent fügen. Der Aussteller wird demgemäß, auch wenn er die Papiere fest vergeben hat, also kein finanzielles Risiko bei Mißlingen der Emission läuft, die Börseneinführung dem übernehmenden Bankhaus zur Bedingung machen; denn wenn auch das Risiko bei dieser einen Emission fehlen würde, so bedeutete doch ein Mißglücken eine erhebliche Gefahr, weitere Anleihen gleich günstig zu vergeben, eine Beeinträchtigung seines Anleihekredits. Dazu kommt noch, daß er in gewissen Fällen als Käufer seiner eigenen Anleihen ein unmittelbares Interesse wie jeder andere Käufer hat. Dies ist der Fall, wenn ihm die Tilgung seiner Anleihe durch Rückkauf oder Auslosung freisteht; er wird dann den ersten Weg immer dann wählen, wenn die Effekten unter Pari notieren. Als Käufer auf dem Markt unterscheidet er sich in nichts von einem anderen das betr. Wertpapier suchenden Käufer; wie dieser hat er Interesse daran, seine Schuldverschreibungen so billig wie möglich zu bekommen, was um so leichter sein wird, je mehr er dem zentralisierten Angebot gegenübersteht. Ist ein Papier nicht notiert, so ist der einzige Weg, wenn er sich nicht auf gelegentliche Angebote von seiten der an dem Papier interessierten Banken verlassen will, öffentlich eine Tilgungssubmission auszuschreiben, was 1. mit Kosten verknüpft ist, 2. in der Regel zu nicht so niedrigen Angeboten führen wird, weil die Verkäufer wissen, daß die Nachfrage von dem Aussteller ausgeht, und daher nicht den niedrigst auskalkulierten Preis in Rechnung stellen. Nur durch Rückkauf werden z. B. die preußischen und Reichsanleihen getilgt, außerdem haben die meisten Städte, die z. B. 1910 für über 30 Millionen an der Börse zurückkauften, freie Wahl des Tilgungsmodus.[1])

c) Für den Emittenten.

Der Emittent hat natürlich zunächst dasselbe Interesse an der Einführung wie der Aussteller: Um sich der übernom-

[1]) Vgl. Norden a. a. O. S. 56.

menen Effekten mit Nutzen entledigen zu können, wird er dem Käufer so weit als möglich entgegenkommen, d. h. er wird, da er weiß, daß ein zugelassenes Effekt leichter zu plazieren ist als ein nichtzugelassenes, die Börsennotiz herbeiführen oder zum mindesten in Aussicht stellen. Ein direktes Emissionsinteresse in der Hinsicht, daß er festverzinsliche Papiere an der Börse plazieren kann, besteht so gut wie gar nicht.

Meines Wissens ist seit langer Zeit (in Deutschland) keine Anleihe irgendwelcher Art anders als durch Zeichnung oder freihändigen Verkauf außerhalb der Börse, „am Schalter", plaziert worden.

Fragt sich noch, wieweit die Möglichkeit besteht, im Falle des Mißlingens einer Emission den verbliebenen Rest langsam an der Börse abzustoßen. Dies wird in dem Maße wachsend möglich sein, als die betr. Effektengattung an der Börse gangbar ist.[2]) Maßgebend für diese Frage sind aber außerdem die Bestimmungen über die seitens des Emittenten gewährten Bonifikationen. Solange ein Vermittlungsbankier von dem Emittenten auch nach äußerlich vollendeter Emission noch eine Bonifikation erhält, müßte er unwirtschaftlich handeln, wenn er das betr. Papier an der Börse und nicht direkt vom Emittenten beziehen würde. Bei den wenig gangbaren Papieren, z. B. bei Stadtanleihen, kann man sogar sagen, daß selbst im Falle eines Mißlingens der Emission die allmähliche Plazierung sich nicht nur außerhalb der Börse, sondern sogar, wenn sich die Möglichkeit bietet, unabhängig vom Börsenkurs aus den Beständen des Emissionshauses vollzieht. Dieser Usus, der bei dem geringen wirtschaftlichen Verständnis der Käufer solcher Anleihen und dem Vertrauen, das sie gerade deshalb ihrer Bank entgegenbringen, nicht wunder nimmt, scheint sich so eingebürgert zu haben, daß es in Bankkreisen nicht mehr als anstößig empfunden wird.

---

[2]) Vgl. unten S. 74 ff.

§ 8. Die Bedeutung bei Aktien.

Die Interessenten der Börseneinführung bei Aktien lassen sich nicht so einfach bestimmen, als dies bei festverzinslichen Papieren der Fall war. Zwar stehen sich auch hier Aussteller (Aktiengesellschaft), Emittent und Käufer (Zeichner) gegenüber, aber

1. ist das rechtliche und wirtschaftliche Verhältnis zwischen den beiden ersten komplizierter, was zu mannigfaltigen Modifikationen Anlaß gibt,

2. ist hiermit die Zahl der Interessenten nicht erschöpft. Denn während bei Obligationen jeder Art der Aussteller jeweils derjenige ist, der in Verbindung mit dem Emittenten durch die Emission und die mit ihr Hand in Hand gehende Einführung sich Kapital zu beschaffen sucht, so ist dies bei Aktiengesellschaften für ihre Aktien keineswegs immer der Fall. Die Gesellschaft kann schon mit gleichem Kapital jahrelang bestanden haben, die Aktien können sich schon in relativ vielen Händen befinden, die Einführung wird dann bei gegebener Gelegenheit vorgenommen, wobei zwar ein Teil der Aktien seinen Besitzer ändert, „emittiert" wird, ohne daß durch diese Emission der Gesellschaft ein Pfennig neues Kapital zugeführt wird. Der sich durch die Emission, d. h. hier durch Verkauf seiner Bestände, Geld Beschaffende sind nicht die Gesellschaft (der Aussteller) oder der Emittent, sondern die Vorbesitzer, die somit als weitere Interessenten in Betracht kommen (ohne daß dadurch die Börseneinführung auch in diesen Fällen für die Aktiengesellschaft, den Aussteller, ganz bedeutungslos ist). Die Interessentenklassen können sich aber unter Umständen noch dadurch vermehren, daß die der Vorbesitzer keine einheitliche ist. Es ist gar nicht gesagt, daß sich durch die Emission alle Vorbesitzer Geld beschaffen wollen, es kann dies, und das wird häufig der Fall sein, ein zahlenmäßig kleiner Teil sein, der aber natürlich einen relativ großen Prozentsatz des Aktienkapitals in Händen hat, mit anderen Worten: die Großaktionäre, ein besonders typischer Fall: die früheren Eigentümer

des Unternehmens, die für die bei der Umwandlung eingebrachten Vermögensstücke Aktien erhielten.

Es ist nicht die Aufgabe dieser Arbeit, jede Möglichkeit der Finanzierung einer Aktiengesellschaft zu beschreiben, mit deren Hilfe man allein alle Variationen im Verhältnis von Großaktionären und Emissionshaus einigermaßen vollständig aufzählen könnte. Was das zahlenmäßige Verhältnis von Groß- und Kleinaktionären angeht, so sind am Tage der Börseneinführung alle Verteilungsarten möglich; es kann sich das Aktienkapital noch ganz in den Händen der Vorbesitzer des Unternehmens befinden, und es können im Gegenteil schon große Teile desselben durch den unnotierten Handel in die Hände von Kleinaktionären gelangt sein. Auf alle Fälle ergibt sich, daß die Interessentenklasse der Vorbesitzer in solche zerfällt, die durch den Aktienverkauf bei der Einführung unmittelbaren Nutzen und solche, die hierdurch keinen direkten Vorteil haben. Hierbei sind wiederum alle Möglichkeiten gegeben; es können alle alten Aktionäre Vorteile haben (so in dem Falle, wenn sie nach der Gründung in einem Syndikatsvertrag mit der Bank sich verpflichtet haben, einen gewissen Prozentsatz ihres Besitzes bei der Emission zur Verfügung des Emissionshauses zu halten), und es kann vorkommen, daß gar keiner unmittelbar dadurch berührt wird, so in dem Falle, wenn sie sich der Bank gegenüber verpflichtet haben, ihre Aktien eine gewisse, u. U. recht lange Zeit nicht zu verkaufen.

Es sind also alles in allem bei Aktieneinführungen *fünf Interessentenklassen* zu unterscheiden; noch einmal sei betont, daß die beiden letzterwähnten Klassen nicht in allen Fällen vorhanden sind. Als Kriterium hierfür kann der Zeitpunkt der Börseneinführung im Verhältnis zur Gründung oder einer etwaigen Kapitalserhöhung dienen, je nachdem, ob sie bei der Gründung, d. h. im Falle, daß es sich um eine Umwandlung handelt, ein Jahr nach derselben bzw. nach der Veröffentlichung der ersten Bilanz (Börsengesetz § 41) oder in späterer Zeit unabhängig oder im Zusammenhang mit (vor oder nach) einer Kapitalerhöhung stattfindet; ohne auch hier

auf alle möglichen Variationen einzugehen, ergibt sich, daß in dem Falle der Einführung bald nach erfolgter Gründung am ehesten alle bisherigen Besitzer (die Gründer und Vorbesitzer) ihre Aktien teilweise verkaufen, während im Gegensatz hierzu nach einer erfolgten Kapitalerhöhung am ehesten gar keiner der bisherigen Besitzer die Absicht hat, oder (vom Emittenten) genötigt wird, Aktien zu veräußern; die Bank kann dann unter Umständen die jungen Aktien mit der Verpflichtung übernehmen, „das Aktienkapital an der Börse zur Notiz zu bringen"; als klassisches Beispiel hierfür mag die vor kurzem erfolgte Einführung der Benzschen Aktien gelegentlich der letzten Kapitalerhöhung dienen.

a) Für den Käufer.

Am einfachsten ist die Betrachtung der Bedeutung, welche die Börseneinführung für den Käufer von Aktien hat; wie für den von festverzinslichen Papieren gewährt die erlangte Börsennotiz die erleichterte Möglichkeit der jederzeitigen Realisierung, ohne den zu beschreibenden Gefahren des Handels in unnotierten Werten zu verfallen. Für den Käufer von Aktien ist dies aber um so wichtiger, als die Möglichkeit und der Wunsch des Verkaufs bei steigendem Kurse wächst. Auch wenn die Aktie ursprünglich nur als höher verzinsliche Kapitalanlage gedacht war, und sie eigentlich in der Kalkulation des Käufers keine andere Stellung einnahm, als eine Obligation, so wird doch der Wunsch, durch Veräußerung der Aktie bei steigendem Kurs auch einen Kapitalnutzen zu erlangen, oder bei fallendem durch Verkauf einen noch größeren Verlust zu verhindern, vorhanden sein.

Dies kann, wie wir gesehen haben, am ehesten bei der Notierung an einer Börse erfüllt werden, da nur dann die beiden erforderlichen Voraussetzungen, die tägliche Bewertung, die den steigenden Kurs anzeigt, und der konzentrierte Markt, der die Verkaufsmöglichkeit des Papiers verbürgt, erfüllt sind.

b) Für die Gründer und alten Aktionäre.

Auch über die alten Aktionäre (soweit solche vorhanden) und die Bedeutung, die für sie die Börseneinführung hat,

ist nicht viel zu sagen. Die unmittelbare Wirkung ist, daß sie sich ihres Besitzes jetzt eher entledigen können, unter Umgehung der Klippen des unnotierten Verkehrs.

Ich glaube, daß dies hier die geeignete Stelle ist, auf den Handel in unnotierten Werten etwas näher einzugehen, da nur im Vergleich mit ihm die Bedeutung der Börseneinführung sich voll und ganz erhellt.

Offizielle Notiz an einer Börse ist heute nicht mehr identisch mit Gangbarkeit überhaupt, unter Umständen sogar nicht mit regelmäßigem Handel; den Gegensatz zu dem Börsenhandel bildet der Handel in nicht notierten Werten, der in der letzten Zeit eine immer steigende Bedeutung erlangt hat. Es braucht hier nur auf die zahlreichen, in regelmäßigen Zwischenräumen erscheinenden „Kurszettel" von Aktien ohne Börsennotiz hingewiesen zu werden, die in ihrem Umfang dem Kurszettel einer mittleren Börse entsprechen und von Firmen herausgegeben werden, die sich teilweise auf dieses Geschäft spezialisiert haben. Für die in diesen Werten abgeschlossenen Geschäfte haben natürlich die Börsenusancen keine Geltung, es bestehen vielmehr eigene vom Zentralverband des deutschen Bankgewerbes festgesetzte Usancen. Technisch vollzieht er sich meistens von Bankkontor zu Bankkontor, teilweise finden auch Umsätze an der Börse statt (dies widerspricht nicht den Bestimmungen des § 43 des BG., da die Börsenräume nach herrschender Ansicht nicht als „Börseneinrichtungen" gelten). Seine Bedeutung und besonders sein Unterschied von dem offiziellen Börsenhandel zu betrachten, wird die Aufgabe dieses Abschnittes sein.

Bei oberflächlicher Betrachtung könnte die Frage entstehen: Hat der Handel in nicht notierten Aktien[1]) überhaupt Existenzberechtigung, werden hier nicht nur derartige Papiere gehandelt, die das Zulassungsverfahren scheuen müssen? Diese

[1]) Nur dieser Fall soll im folgenden betrachtet werden; der Handel in nicht notierten Obligationen ist gering, er beschränkt sich in der Hauptsache auf einige exotische „innere" Staatsanleihen; der sehr wichtige Handel in nicht notierten Kuxen und Kolonialanteilen muß seiner Eigenart wegen außer Betracht bleiben.

Frage ist nicht ohne weiteres zu verneinen, da tatsächlich im freien Verkehr eine große Menge von „Werten" gehandelt wird, die für den Käufer sehr große Gefahren in sich bergen. Es sei hier nur auf die Anteile der Bohrgesellschaften verwiesen; diese sind in der Mehrzahl der Fälle Gesellschaften nach bürgerlichem Recht, die für ihre Mitglieder meist eine Nachschußpflicht statuieren, von der sie sich aber im Gegensatz zur Gewerkschaft des Bergrechts nicht durch Zurverfügungsstellen ihres Anteils befreien können; demnach haftet jeder Besitzer eines solchen mit seinem ganzen Vermögen für die Schulden der Gesellschaft. Im Gegensatz hierzu finden sich aber in dem Kurszettel für unnotierte Werte Aktien von Unternehmungen, die seit Jahren eine hohe,[2]) mitunter auch gleichbleibende[3]) Dividende bezahlt haben, deren Erwerb weniger Gefahren in sich birgt, als der Kauf von Aktien neu umgewandelter, an der Börse notierter Unternehmungen.

Zunächst muß demnach betont werden, und das zeigt ein Blick auf jedes Kursblatt für unnotierte Werte: Die Aktien, die darin verzeichnet sind, sind keineswegs alle „Schund", es finden sich auch Aktien hoch rentierender Unternehmen, die 700% und höher notieren.

Man kann unter ihnen etwa folgende Gruppen unterscheiden, bei denen sich der Handel, wenn überhaupt ein solcher besteht, außerhalb der Börse vollziehen muß: Zunächst müssen im Markt für unnotierte Werte alle die Aktien gehandelt werden, denen der Zugang zur Börse aus Gründen des Börsengesetzes

---

[2]) Oldenburg-Portugies. Dampfschiffsreederei 1886—1912: 5, 6, 8, 15, 11, 8, 6, 8, 7, 10, 14, 15, 16, 20, 15, 12, 12, 8. 12, 8, 10, 9, 9, 10, 12, 14, 16%. Rhein. Automobilgesellschaft A.-G. Mannheim 1906/07—1911/12: 10, 6, 7, 10, 13, 15%. H. B. Sloman Salpeterwerke A.-G. Hamburg 1905 bis 1912: 15, 15, 15, 15, 15, 15, 20, 20%. Neckarsulmer Fahrzeugwerke A.-G. in Neckarsulm 1886/87—1896/97 je 10%; 1897/98—1911/12: 10, 8, 8, 6, 8, 10, 14, 14, 12, 12, 8, 6, 4, 4, 7%.

[3]) Braunschweigische Privatbank seit 1906 je 6%. Oesterreichische Glanzstoffabrik A.-G. Wien 1907—1912 je 10%, Hoettger Waldhausen A.-G. Berlin seit 1908 je 10%.

verschlossen ist; d. h. z. B. die Aktien von solchen Unternehmen, die weniger als 500 000 M. Aktienkapital haben, oder nach einer Umwandlung noch nicht ein Jahr bestehen. Da das Mindestkapital sich für die Börsen von Berlin, Frankfurt a. M. und Hamburg auf eine Million Mark erhöht (Ausnahmen dürfen von der Landeszentralbehörde gestattet werden), sind die Aktiengesellschaften bis zu einer Million Mark Kapital aus dem Wirtschaftsbereich dieser Börsen, für die an einer der kleineren Provinzbörsen unter Umständen kein Interesse besteht, auf den freien Verkehr angewiesen. Man kann hier einwenden, daß durch den so bestehenden freien Verkehr die Bestimmungen des Börsengesetzes illusorisch gemacht werden, ein Vorwurf, der einer gewissen Berechtigung nicht entbehrt. Es muß dem aber entgegengehalten werden, daß auch für die Aktien solcher Unternehmungen eine Verkaufsmöglichkeit gewährleistet sein soll, und es im Interesse des Käufers und des Verkäufers liegt, daß dieser Akt sich wenigstens einigermaßen in der Oeffentlichkeit abspielt, andererseits das Publikum eben dadurch, daß die Papiere nicht offiziell notiert werden, gewarnt ist, doppelt vorsichtig bei dem Kauf solcher Effekten zu handeln.

Was für die Aktien gilt, die überhaupt nicht an der Börse notiert werden können, trifft auch für solche Papiere zu, deren Zulassung verweigert ist. Es sei an dieser Stelle nur an die jungen Aktien der deutschen Erdölgesellschaft erinnert; hier liegt der Fall besonders kraß: Die Aktionäre haben bei der Kapitalerhöhung um 10 250 000 M. (2:1 zu 160%) die Aktien bezogen, die Zulassung, wurde aber aus den bekannten Gründen (da die Gesellschaft dem Petroleummonopol feindlich gegenübersteht) durch den Handelsminister untersagt.

Nun sind die alten Aktien, deren Gesamtsumme Mark 20 500 000.— beträgt, ein ziemlich starkes Spekulationspapier, das bedeutenden Kursschwankungen unterliegt; durch die verweigerte Zulassung ist nun das eingetreten, was bei dem ganzen Verfahren besonders gefährlich ist: Eigentlich geschädigt und bestraft ist durch die verweigerte Zulassung nicht die Gesellschaft, die das Kapital erhalten hat, sondern die Aktionäre, die

den Kursschwankungen ruhig zusehen müssen, ohne unter Umständen sich ihres Besitzes entledigen zu können. Für jeden Verkehr sind die Aktionäre für die jungen Aktien auf den unnotierten Handel angewiesen.

Neben diesen Ursachen, die mehr *formeller* Art sind, ist der freie Verkehr dort unvermeidlich, wo es sich um Aktien handelt, bei denen eine Notierung aus *wirtschaftlichen* Gründen unmöglich ist. Dies ist zunächst bei solchen Gesellschaften der Fall, die seit ihrer Gründung ergebnislos arbeiteten, deren Kurs daher bei der Einführung sich um ein beträchtliches unter pari stellen würde.[4]) Von einer Einführung in den offiziellen Verkehr wird man hier füglich absehen; es ist aber nicht zu vermeiden, daß in diesen Effekten doch ein umfangreicher Handel dadurch entsteht, daß einzelne Aktionäre genötigt sind, ihre Aktien zu verkaufen, andererseits mit der Aussicht auf bessere Ergebnisse eine ziemliche Nachfrage herrschen kann. Es wird dies natürlich nur in solchen Fällen sein, wo die Aktien sich nicht in den Händen einiger weniger Großaktionäre befinden, sondern schon in das weitere Publikum gedrungen sind. Aehnliches gilt insbesondere von solchen Papieren, die einmal notiert waren, deren *Notiz* aber *gestrichen* werden mußte, als wegen schlechter Ergebnisse und Verluste eine Sanierung notwendig war. Wenn, was der häufigste Fall ist, die Aktien zusammengelegt werden müssen, so ist die Streichung der Notiz und unter Umständen eine neue Einführung nötig. In diesen Fällen sind beinahe regelmäßig die Aktien schon in einem größeren Kreis von Aktionären. Diese Werte stellen dann die Klassen dar, in denen bei niedrigsten Kursen (oft unter 10%) die größten Umsätze stattfinden.[5])

In dieselbe Klasse gehören schließlich noch solche Papiere, bei denen die Börseneinführung deshalb nicht möglich ist, weil

---

[4]) Nicht unbedingt notwendig ist ein völliges Fehlen der Dividende. Auch ein Zurückgehen derselben in der Zeit zwischen Gründung und beabsichtigter Einführung kann letztere unmöglich machen, oder wenigstens für einige Jahre verschieben.

[5]) Z. B.: Howaldwerke, Neue Phot. Gesellschaft.

sie Dividendenbeschränkungen unterliegen. Ich meine hier besonders die Aktien lokaler, gemeinnütziger Unternehmungen, z. B. die Aktien von zoologischen Gärten, Theatern usw., die freien Eintritt in das betr. Unternehmen oder ähnliche Vorteile gewähren. Nach solchen Aktien herrscht eben wegen dieser Vorteile eine ziemlich lebhafte Nachfrage. Für den offiziellen Börsenverkehr sind sie natürlich völlig ungeeignet. Aehnliches gilt von Aktien, die nicht gerade gemeinnützig sind, die aber nur lokales Interesse haben, z. B. Hotelaktien. Wenn es sich um ein solches Unternehmen handelt, das an einem Börsenplatz seinen Sitz hat, so ist eine Einführung möglich, andernfalls besteht für dasselbe an der Börse keinerlei Interesse. Als letzten Typ dieser Klasse möchte ich noch die Aktien der Nebenleistungsgesellschaften, der Zuckerfabriken, anführen, für die besonders im freien Verkehr in Hannover Interesse besteht.

Zu der letzten der 3 großen Klassen, die im Markt für unnotierte Werte gehandelt werden müssen, rechne ich die Aktien solcher Unternehmungen, bei denen die Notiz unerwünscht ist; möglicherweise sind Teile des Aktienbestandes gegen den Willen der Gesellschaft und der maßgebenden Aktionäre in die Oeffentlichkeit gelangt. Es kann sich dabei um Gesellschaften handeln, bei denen das ganze Kapital in der Hand einer Familie ist, eine Emission überhaupt nicht geplant, oder erst für später beabsichtigt war, durch Erbteilung aber, oder auf sonstige unvorhergesehene Weise ein kleiner Teil der Aktien in den Verkehr gekommen ist (Handelsvereinigung),[6]) oder aber es handelt sich, um noch ein Beispiel anzuführen, um die Gründung eines Interessenverbandes (Tiag)[7]) oder um solche Gesellschaften, bei denen der größte Teil des Kapitals

---

[6]) Von dieser Gesellschaft, deren Kapital sonst ganz in den Händen der Fürsten Hohenlohe und Fürstenberg ist, sind 40 Stück auf den Markt gekommen (Norden a. a. O. S. 217).

[7]) Tapeten-Industrie A.-G., gegr. 1907, zum gemeinsamen, einheitlichen Betrieb der von den Gründern eingebrachten Tapetenfabriken.

in den Händen einer Korporation ist (Deutsche Salpeterwerke)[8]) und die zahlreichen Kleinbahnen, bei denen der Staat und Kommunalverbände mit Aktienbesitz beteiligt sind.

Schließlich sind noch die Aktien solcher inländischen Gesellschaften anzuführen, deren *Notiz an einer ausländischen Börse* stattfindet, oder die, in den Grenzgebieten des Reiches, wirtschaftlich nach dem Nachbarland tendieren, und auf eine Einführung an eine heimische Börse keinen Wert legen (elsaß-lothringische Gesellschaften, die vorzugsweise an der Basler Börse notiert werden,[9]) national-polnische Banken und Gesellschaften).

War bei allen diesen Papieren die Börsennotiz unmöglich *oder offensichtlich auch für später nicht beabsichtigt*, so finden sich in dem unnotierten Markt noch solche Werte, bei denen einer Einführung nichts im Wege steht. In diesen Fällen findet sie meistens deshalb nicht statt, weil einflußreichen Kreisen der regelmäßige unnotierte Verkehr gewinnbringender ist, als es der offizielle Handel wäre. Wer diese Kreise sind, läßt sich nur im einzelnen Fall sagen, es können dies Großaktionäre sein, meistens aber werden es die der Gesellschaft nahestehenden Banken sein, bei denen sich die Aufträge für solche Papiere konzentrieren. Sie treten den Kunden als Eigenhändler gegenüber. Unter Verzicht auf Provision sind sie dann im Gegensatz zum Börsenhandel nicht verpflichtet, einen als Kommissionär etwa erzielten billigeren Preis, den sie selbst bei einem Einkauf von anderen Interessenten zum Zwecke der Lieferung erzielt haben, anzurechnen. Die Höhe des Zwischengewinns schwankt je nach der Gangbarkeit bis 5%.[10]) Die Banken können also, wie es vor dem Börsengesetz auch an der Börse üblich war, „am Kurs schneiden".

Kommen wir nun zu dem Ausgangspunkt zurück, nämlich

---

[8]) Gegründet von 3 landwirtschaftlichen Zentralgenossenschaften und der Reichsgenossenschaftsbank.

[9]) Z. B. die Aktien der: Banque de Mulhouse, Comptoir d'Escompte de Mulhouse, Elsäss. Maschinenbau-Gesellschaft.

[10]) *Buchwald* a. a. O. S. 184.

dem Interesse, daß der Aktionär an der Börsennotiz hat, so hat der unnotierte Verkehr zunächst den eben erwähnten Nachteil, die Möglichkeit der Benachteiligung bei der Kursberechnung; außerdem versagt der Kurs, der in den Offerten angegeben ist, viel eher als der Börsenkurs, da keinerlei Verbindlichkeit besteht, ihn einzuhalten und vielleicht gerade dann, wenn größere Beträge an den Markt kommen. Der Emittent wird im Interesse seines Emissionskredits bei einem Papier, das an der Börse notiert ist, schon um deswillen eher intervenieren, als ein Sinken des Kurses in der Oeffentlichkeit sofort bekannt wird.

Zusammenfassend kann man sagen: Der unnotierte Verkehr ist unter den heutigen Umständen eine nicht zu entbehrende Einrichtung; für den Besitzer von solchen Werten und besonders auch für den Käufer (es fehlen alle Kautelen des Börsengesetzes, so die Haftung der Emittenten, die Veröffentlichung der Unterlagen und vor allem die Kontrolle der Oeffentlichkeit) bestehen jedoch gewisse Gefahren, die durch die offizielle Notiz vermieden werden. Daher scheint der unnotierte Verkehr nur dort berechtigt, wo der offizielle Verkehr aus formellen oder wirtschaftlichen Gründen nicht angängig ist. Ein Ersatz für die offizielle Notiz ist er nicht und die Aktionäre werden besonders, wenn sie keine rein spekulativen Absichten haben, im eigenen Interesse auf die Börseneinführung Wert legen.[11]) Allerdings besteht auch, wenn die Aktien in spekulativen Händen waren, die Möglichkeit, daß nach Herstellung der amtlichen Notiz das Interesse an dem Papier verloren geht, und die Marktgängigkeit an der Börse geringer ist, als sie es früher während des unnotierten Handels war; ein Fall, der z. B. bei den Aktien der Deutschen Kaliwerke eintrat. Betont werden muß zum Schlusse aber noch, daß es eine größere Gefahr ist, wenn Werte mit der Hoffnung auf spätere Notiz emittiert werden, denen diese später verweigert wird, als solche, für die die Börseneinführung gar nicht in Aussicht genommen ist und den Käufern auch keinerlei Hoffnung darauf gemacht wird.

---

11) Vgl. Benz.

Nach diesem Exkurs, der zum Verständnis der Interessen, die die einzelnen an der Emission Beteiligten an der Börseneinführung haben, notwendig war, wende ich mich nunmehr der zweiten Klasse der alten Aktionäre, den Großaktionären, spez. den Gründern zu. Mit erlangter Börsennotiz haben sie (sofern vorher kein freier Verkehr bestanden hat) meistens erst die Möglichkeit, die übernommenen Bestände abzustoßen und so das zu erreichen, was oft überhaupt der Zweck der Umwandlung in eine Aktiengesellschaft war: Die Mobilisierung des investierten Kapitals. Sie haben sogar die Möglichkeit, sich dieser ihrer Bestände zu steigendem Kurse zu entledigen, da, wie wir sehen werden, die Spekulation, insbesondere in günstigen Börsenzeiten, sich mit Vorliebe auf solche neu an den Markt kommende Papiere wirft. Aber auch, wenn sie nicht die Absicht haben, sich sofort ihrer Bestände zu entledigen (und wir werden sehen, daß es möglich ist mit sehr wenig Material einen Kurs herzustellen), so erlangen sie durch die Herstellung der Börsennotiz einen Markt für ihre Effekten, an dem sie diese dann allmählich abstoßen können.

Nach Möglichkeit werden sie suchen, sich ihrer Bestände zu steigendem Kurs (mag er natürlich sein, oder durch Manipulationen, die bei dem geringen an den Markt kommenden Material leicht möglich sind) zu entledigen. Aber selbst eine Veräußerung, die den Kurs drückt, kann für sie, da sie die Aktien u. U. noch billiger erworben haben, vorteilhaft sein. Ein unmittelbares Interesse wird selbstverständlich in den Fällen nicht vorhanden sein, wo sich die Gründer verpflichtet haben, ihre Aktien in der ersten Zeit, manchmal auf die Dauer eines Jahres nicht zu verkaufen, damit der Emittent während der Emission und der ersten Zeit nach ihr bei der Regulierung des Kurses nicht gestört wird.

c) Für den Aussteller.

Wir wenden uns jetzt der Aktiengesellschaft zu, deren Kapital an die Börse gebracht wird; es könnte den Anschein haben, als ob die Einführung für sie in dem Falle keine Rolle spielt, wenn ihr nicht gleichzeitig durch die Ausgabe junger

Aktien neues Kapital zugeführt wird. Dem ist aber nicht so. Auch wenn die Einführung unmittelbar nur dem Interesse der Aktionäre dient, so ist sie vor allem schon deshalb von Wichtigkeit, als ihr eine spätere eventuelle Kapitalbeschaffung erleichtert wird. Eine Gesellschaft, deren Aktien nicht notiert werden, ist im großen ganzen bei einer Erhöhung des Kapitals auf ihre alten Aktionäre angewiesen, inwieweit diese den Willen haben, sich weiter und in größerem Maße an dem Unternehmen zu beteiligen. Ist dagegen die Aktie an der Börse eingeführt, so wird für den Fall, daß den alten Aktionären ein Bezugsrecht eingeräumt ist, dieses gewöhnlich amtlich notiert; hierdurch ist es auch solchen Personen, die vorher keine Aktien besessen haben, möglich, junge Aktien zu erwerben und der Kreis solcher Personen, die sich an der Kapitalerhöhung beteiligen, sehr erweitert.

In diesem Zusammenhang ist noch auf einen andern Punkt einzugehen, der hier, jedoch nur mit großer Vorsicht, zu erwähnen ist: Es ist die Frage des Verhältnisses von Aktienkurs und Dividende. Stellt man sich auf den Standpunkt der Aktiengesellschaft, so ist jede ausgeschüttete Dividende ein Verlust an Betriebsmitteln, an Geld. Es liegt daher gewissermaßen im Interesse des Unternehmens, möglichst wenig Dividende auszuschütten und durch Rück-, Reservestellungen und Abschreibungen seinen Status zu bessern, ohne jedoch andererseits die Aktionäre, deren Wunsch und Streben natürlich nach einer möglichst hohen Dividende geht, zu schädigen. Von Rechts wegen sollte nun die ganze technische und kaufmännische Betriebsführung, deren Aufgabe schließlich auch die Aufstellung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung ist, möglichst unabhängig von den Vorgängen auf dem Markte der Aktie an der Börse sein, von denen sie nicht berührt werden dürfen. Andererseits jedoch richtet sich die Kursbewertung in großem Maße nach den wirtschaftlichen Erfolgen bzw. Mißerfolgen des Unternehmens, und zwar besonders nach der verteilten und zu erwartenden Dividende; daher liegt es nahe, daß auch das Unternehmen sich dies zu Nutzen macht und bei einem Kurs,

der nicht der rechnungsmäßig zu verteilenden Dividende entspricht, auch nur eine dem tatsächlichen Kurs entsprechende Dividende verteilt. Streng genommen ist dies eine Benachteiligung der Aktionäre, und zwar gerade derjenigen, die sich an dem spekulativen Handel in dem betr. Papier nicht beteiligen, sondern die Aktie als Kapitalanlage betrachten. Von dem Standpunkt des Unternehmens aus ist dieses Vorgehen verständlich und bei objektiver Betrachtung jedenfalls viel verzeihlicher, als das entgegengesetzte Vorgehen, wonach bei einem höheren Kurs, als es der bilanzmäßig zu verteilenden Dividende entspricht, eine solche zur Ausschüttung kommt, die höher als jene ist; denn hierdurch werden im Interesse der Spekulation, die den alleinigen Nutzen hat, nicht nur die Gesellschaft selbst, sondern auch alle seriösen Aktionäre mit ihr geschädigt, und zwar letztere dadurch, daß die solide finanzielle Grundlage dermaßen geschädigt werden kann, daß auf Jahre hinaus die Verteilung einer Dividende überhaupt, sicher aber einer gleich hohen unmöglich werden kann, und zwar ist der Schaden größer, als wenn sie einen relativ niedrigen, aber gleichmäßigen Ertrag erhalten.

Eine Abweichung von dieser Regel dürfte in den Fällen nicht unberechtigt sein, wenn der Minderverdienst in einem Jahre durch außergewöhnliche Verluste (etwa eine Unterschlagung oder dergl.) herbeigeführt ist und sichere Gewißheit besteht, daß die Erträge des folgenden Jahres wieder normal sein werden. Unter diesen Umständen ist es verständlich, wenn man eine Verminderung der Dividende, die zu einer Beunruhigung der Aktionäre, Massenverkäufen usw. führen kann, zu vermeiden und ihre Stabilität selbst auf Kosten der Reserven zu bewahren sucht.

Ein erschöpfendes Urteil über diese Frage zu fällen, ist meines Erachtens nicht möglich; es kommt hier auf den einzelnen Fall an, besonders aber auch auf die Struktur der Aktiengesellschaft. Es muß die Aufgabe des Bankiers der Gesellschaft als deren finanziellen Beraters, der zugleich als Emittent der Vertreter der Aktionärinteressen sein soll, sein,

in dem einzelnen Falle die richtige Entscheidung herbeizuführen. Hier galt es nur, zu zeigen, welche Bedeutung die Börsennotiz auf Gebieten hat, die mit deren eigentlichen Aufgabe in keinerlei direktem Zusammenhang stehen.

Bei dieser Gelegenheit soll auch noch auf die Gefahr hingewiesen werden, die die Börseneinführung u. U. für die Gesellschaft hat. Dies ist besonders da der Fall, wo das Aktienkapital einer bisher gut rentierenden Gesellschaft um die Höhe zu erhalten, die als Mindestsumme für die Zulassung gilt, künstlich emporgeschraubt wird, so daß die Gesellschaft, um dieses neue Kapital zu beschäftigen, andere oder risikoreiche Geschäftszweige ergreifen muß, oder ihre bisherigen ungesund ausdehnt.[12])

d) Für den Emittenten.

Als letzten Interessenten der Emission von Aktien haben wir den Emittenten zu betrachten. Seine Stellung ist von der des Emittenten von festverzinslichen Papieren einmal dadurch verschieden, daß er nicht nur Emittent sein braucht, sondern zu gleicher Zeit auch Aktionär oder sogar Gründer sein kann. Mag dies daher kommen, daß die Bank das Unternehmen mitgegründet oder mitumgewandelt hat, oder daß sie die Aktien gelegentlich einer Sanierung erworben hat (und zwar darf man sich nicht dadurch täuschen lassen, daß in der Oeffentlichkeit die Bank nur formell als Gründer auftritt und oft nur eine Aktie übernimmt, während die Inhaber der umgewandelten Firma bei weitem die Mehrheit für die eingebrachten Vermögensstücke ausgehändigt erhalten, da gleichzeitig durch einen separaten Vertrag ein großer Teil dieser Aktien der Bank verkauft werden kann).

Aber auch in diesen Fällen sind die Interessen des emittierenden Bankhauses mit denen der übrigen Gründer nicht immer identisch. Denn letztere können unter Umständen auf

[12]) Vgl. den von Wermert (Conrads Jahrb. 1907) angeführten Fall der Kyffhäuserhütte.

sofortige Einführung Wert legen, damit sie ihren Besitz bald mobilisieren können, wogegen die Bank als Emittent sich unter Umständen widersetzen muß, da das Unternehmen noch nicht die Reife erlangt hat, daß sie es wagen kann, mit ihrem Emissionskredit dafür einzutreten.

Vor allem aber wird seine Stellung und seine Interessen sich danach richten, welche Aufgabe die Herstellung der Börsennotiz im Rahmen des jeweiligen Emissionsprozesses hat. Hierbei sind folgende Fälle zu unterscheiden:

1. Das Papier kann schon früher emittiert, d. h. ins Publikum gebracht sein (es besteht ein freier Verkehr);

2. die Emission soll zusammen mit der Börseneinführung stattfinden, wobei die wichtigen Unterscheidungen zu treffen sind, welcher Emissionsmodus gewählt wird, d. h. ob der Börsenkurs, speziell der erstmalig notierte, zugleich der Emissionskurs ist, oder ob erst nach vollendetem Verkauf der Stücke die Börseneinführung stattfinden soll;

3. die Herstellung der Notiz ist Selbstzweck; eine Emission soll nur in dem Maße stattfinden, als es hierzu nötig ist.

Jeder dieser Fälle erfordert eine gesonderte Betrachtung. Wenn ein Papier schon emittiert ist und in ihm ein freier Verkehr besteht, so hat das Emissionshaus in vielen Fällen überhaupt kein Interesse an der Börsennotiz. Wir haben gesehen, daß für dieses ein unnotierter Handel meist schon deshalb viel gewinnbringender ist, als sich bei ihm dann Angebot und Nachfrage konzentrieren, und die Möglichkeit gegeben ist, bei der Kursberechnung erhebliche Zwischengewinne einzustreichen; wie überhaupt im allgemeinen die Nachteile, die der unnotierte Handel für die Aktionäre hat, für das emittierende Bankhaus oft von großem Nutzen sind. Eine Einführung an der Börse wird daher hauptsächlich dann vorgenommen, wenn gelegentlich einer Kapitalerhöhung an weitere Kreise appelliert werden muß und nicht zu erwarten ist, daß die alten Aktionäre die jungen Aktien beziehen, oder dann, wenn deren Einfluß die Herstellung der Notiz in der Generalversammlung durchzusetzen vermag.

In dem zweiten häufigsten Fall, wenn Emission und Herstellung der Börsennotiz zu gleicher Zeit erfolgen, hat man zu unterscheiden, ob am Tage der ersten Kursfeststellung die eigentliche Emission bereits vollendet ist oder ob der Börsenkurs zugleich Emissionskurs ist, d. h. zu dem am ersten Tage festgestellten Preis die ganze Emission oder ein beträchtlicher Teil derselben erfolgt. Wenn die Emission der Aktien sich direkt außerhalb der Börse vollzieht, dann hat die Börseneinführung dieselbe Wichtigkeit wie bei Obligationen: Die Börsennotiz oder die Gewißheit ihrer sicheren Erlangung erleichtert die Emission, weil der Käufer aus den früher geschilderten Gründen auf sie Wert legt. Daß im anderen Falle die Börsennotiz eine ganz besondere Bedeutung für die Emittenten hat, bedarf keiner weiteren Erläuterung. Die Gründe aber, die ihn bestimmen, diesen Weg zu wählen, sowie die Voraussetzungen, die dafür gegeben sein müssen, sind in einem besonderen Kapitel[13]) zu behandeln.

Im dritten Falle, wenn die Herbeiführung einer Notiz Selbstzweck ist und das eigentliche Ziel, wie geschildert, die Möglichkeit für die Großaktionäre, sich der in ihrem Besitz befindlichen Aktien allmählich, möglichst zu steigendem Kurse, zu entledigen, so hat das für die Bank nur insofern Wichtigkeit, als sie selbst im Besitze eines größeren Postens Aktien ist, andernfalls kann die Herstellung der Notiz, die immer mit einer kleinen Emission, d. h. Verkauf einiger Stücke verbunden ist, ein recht einträgliches Geschäft auch für den Emittenten sein; von direkter Bedeutung ist sie in diesem Falle für ihn nur insoweit, als er mit seinem Emissionskredit für die Vorgänge auf dem Markte der betr. Aktie mitverantwortlich ist.

---

[13]) Kapitel III.

2. Abschnitt: Die tatsächliche Erfüllung der privatwirtschaftlichen Aufgaben der Börsennotiz.

§ 9. Die Gangbarkeit.

Die Voraussetzung der täglichen amtlichen Notiz ist der tägliche Handel in dem betr. Wertpapier, und ihre Bedeutung richtet sich nach der Möglichkeit, in dem betr. Papier Umsätze zu tätigen. Diese ist jedoch bekanntlich bei einer großen Anzahl der notierten Papiere nicht immer gegeben. Voraussetzung dafür ist, daß in ihm am Börsentage Kauf- und Verkaufsaufträge vorliegen. Die Häufigkeit der Umsätze an der Börse oder zu mindesten deren Möglichkeit ist demnach in gewissem Sinne maßgebend für die wirtschaftliche Bedeutung der Börsennotiz. Stellt man sich die Börse als den zentralen Markt vor, an dem Angebot und Nachfrage in Effekten ihren Ausgleich finden sollen, so kann sie diese Aufgabe nur da erfüllen, wo sie für jeden Kaufsuchenden das entsprechende Angebot vermittelt und umgekehrt. Wenn sie dies nicht kann, so hat sie ihre Aufgabe nicht voll und ganz erfüllt.

Betrachtet man die Fälle, wann an der Börse Käufe und Verkäufe vorgenommen werden, so kann man auf seiten der Käufer Anlage- oder Spekulationskäufe unterscheiden (diese etwas grobe Scheidung soll für uns das bedeuten, daß Effektenkäufe zu Anlagezwecken solche sind, bei denen der Käufer nur auf den Zinsgewinn, den Ertrag, sieht, Spekulationskäufe aber solche, bei denen es die Absicht ist, durch steigenden Kurs einen Kapitalgewinn zu erzielen); bei den Verkäufen kann man diese Scheidung nicht genau so scharf vornehmen, da es, streng genommen, Verkäufe zu Anlagezwecken, wenn man von der Emissionszeit absieht, nicht gibt; wohl aber gibt es Verkäufe aus Beständen, die Anlagezwecken gedient haben, und es sei als Beispiel nur auf den Fall hingewiesen, daß ein Besitzer von Wertpapieren in Bedrängnis kommt und sie veräußern muß.

a) Bestimmungsmomente.

Die Gangbarkeit eines bestimmten Effekts und die Wichtigkeit der Notiz wird sich in erster Linie nach den Umsätzen

spekulativer Natur richten, da die Umsätze zu Anlagezwecken schon um deswillen hiergegen unbedeutend sind, als der größte Teil des anlagesuchenden Kapitals direkt bei der Emission außerhalb der Börse befriedigt wird; für diesen Teil des Umsatzes bleiben daher nur die Anlagekäufe außerhalb der Emissionszeit des betr. Papieres und sämtliche Verkäufe aus Anlagebeständen übrig. Hier hingegen wird sich der Umsatz spekulativer Natur, wenn einmal das Papier an der Börse eingeführt ist,[1]) an der Börse bzw. zum Börsenkurs vollziehen. Die Bedeutung der Notierung wird also, von allem weiteren abgesehen, sich zunächst nach der Eignung des betr. Papiers zu Spekulationszwecken richten. Diese Eignung ist nicht nur davon abhängig, ob das betr. Effekt ein festverzinsliches oder ein Dividendenpapier ist, in dem Sinne, daß jedes festverzinsliche Papier nur als Anlagepapier und jede Aktie nur als Spekulationspapier eine Rolle spielt. Es gibt Dividendenpapiere (z. B. Reichsbankanteile und Aktien von Provinzbanken), bei denen die Käufe zu Anlagezwecken weit mehr überwiegen als bei gewissen festverzinslichen Papieren (z. B. ausländischen Staatsanleihen, etwa Mexikaner), die typische Spekulationspapiere sind. Allerdings — und das bedarf kaum der Erwähnung — ist jede Aktie um deswillen mehr zur Spekulation geeignet, als ihre Erträge nicht wie bei Obligationen durch den Zinsfuß fest begrenzt sind und Kursschwankungen, solange der Zins gezahlt wird, nur einen verhältnismäßig kleinen Spielraum haben, sondern, wenn man so sagen will, zwischen null und unendlich schwanken, daher auch im Kurs eine Bewertung zulassen, die theoretisch keiner Begrenzung unterliegt.

Zur völligen Erkenntnis der Bedeutung der Börsennotiz genügt jedoch die einfache Scheidung zwischen Obligationen und Aktien oder zwischen Spekulations- und Anlagepapieren nicht. Die Gangbarkeit eines Effekts, die als das charakte-

[1]) Mit der einzigen Ausnahme, daß best. Effekten, die an kleineren Provinzbörsen notiert sind u. U. in Berlin und Frankfurt im Markt für unnotierte Werte gehandelt werden.

ristische Merkmal für die wirtschaftliche Bedeutung der Börsennotiz gelten kann, ist, wie wir sehen werden, nur teilweise abhängig von der erwähnten, in der Natur der Effektengattung begründeten Eignung zu Spekulationszwecken, teilweise auch, und das muß besonders betont werden, da es oft übersehen wird, von der vorhandenen und im Publikum befindlichen Menge des einzelnen Effekts, der wirtschaftlichen und spekulativen Begabung des typischen Besitzers der betr. Effektengattung und dem Umfang der Kursregulierung, resp. Kursbeeinflussung seitens des Emissionshauses.[2])

b) Die Gangbarkeit der einzelnen Effektengattungen.

Diese vier Ursachen werden im folgenden, wo wir uns zunächst nur mit den festverzinslichen Papieren befassen, nicht ganz scharf zu trennen sein, da sie sich gegenseitig bedingend in einer gewissen Wechselwirkung stehen.

Die festverzinslichen Papiere werden allgemein nach dem Aussteller in folgende Hauptgattungen eingeteilt:

1. Staatsanleihen,
2. Kommunalanleihen (Provinz- und Stadtanleihen),
3. Hypothekenpfandbriefe,
4. Industrieobligationen,

die alle, besonders die beiden ersten wieder danach geschieden werden, ob sie von einem inländischen oder ausländischen Aussteller herrühren. Für unsere Betrachtungen über die Marktgängigkeit der einzelnen Papiere kommt zunächst in Frage, in welchem Umfang die einzelnen Effekten der betr. Gattung lieferbar sind; denn es ist klar, daß, von allen anderen Momenten abgesehen, bei einem Effekt, das in mehreren hunderten von Millionen vorhanden ist, an einem Tag überhaupt

---

[2]) Wir können uns im folgenden nur mit der Gangbarkeit in normalen Fällen beschäftigen. Es ist natürlich, daß auch in Papieren, die im allgemeinen selten umgesetzt werden, dann für einige Zeit ein umfangreicher Handel entstehen kann, wenn z. B. Zwangsverkäufe zu Zwecken der Glattstellung erfolgen.

oder mehr Kauf- und Verkaufsaufträge vorliegen, als bei einem andern, von dem noch nicht einmal 2 Millionen lieferbar sind.

Schon aus diesem Grunde werden z. B. die Stadtanleihen, die an sich schon von einem einzelnen Aussteller in relativ kleinem Umfang ausgegeben werden und außerdem noch wegen der verschiedenen Rückzahlbarkeit in einzelnen Serien (Emissionen) notiert werden, gegen andere Gattungen, z. B. Staatsanleihen, zurückstehen. Desgleichen erhellt sich schon daraus, daß die Industrieobligationen, was ihre Gangbarkeit angeht, in zwei große Klassen zerfallen werden, nämlich die einiger großer Gesellschaften, welche in beträchtlichem Umfange vorhanden sind und die der großen Masse der mittleren und kleinen Gesellschaften, von denen oft nur Stücke im Gesamtbetrag von 1 Million lieferbar sind. Hiergegen und spez. was Stadtanleihen angeht, kann man einwenden, daß nicht die Größe der einzelnen Serie einer einzelnen Stadt für die Gangbarkeit der ganzen Gattung Stadtanleihe maßgebend ist, sondern deren Gesamtbetrag; denn bei dem Kauf lege der Käufer wegen der beinahe gleichen Güte aller deutschen Städte nicht darauf Wert, gerade die Anleihen einer einzelnen bestimmten Stadt zu kaufen, sondern Stadtanleihen überhaupt; hieraus würden dann demnach die Kauf- und Verkaufsaufträge ausgeglichen. In gewissem Sinne ist das richtig; aber für denjenigen, der überhaupt (um im Beispiel zu bleiben) Stadtanleihen an der Börse kauft und nicht bei der Emission, ist meistens der Wunsch maßgebend, die Anleihen einer bestimmten Stadt (z. B. zu einer Kautionsstellung) zu erwerben.

Die Betrachtung der folgenden Ursachenreihen, nämlich die wirtschaftliche und spekulative Begabung des typischen Abnehmerkreises einer bestimmten Wertpapiergattung, stößt vor allem deshalb auf gewisse Schwierigkeiten, als es schwer zu entscheiden ist, ob das Papier zur Spekulation ungeeignet ist, weil der typische Abnehmerkreis nicht spekulativ veranlagt ist, d. h. auf die Ausnutzung der Kurschancen keinen Wert legt oder umgekehrt das Publikum nicht auf die Kursschwankungen sieht, weil es in der betr.

Effektengattung so gut wie keine Kursschwankungen gibt. Beides ist in gewissem Sinne richtig, jedenfalls aber steht das eine fest: Nehmen wir an, ein bestimmtes Papier befindet sich in der Hand eines „kleinen Mannes" — sagen wir eines mittleren Beamten, eines kleinen Kaufmanns —, der seine Ersparnisse, die Ueberschüsse seines Geschäftes oder ein ihm zugefallenes kleines Vermögen zurücklegen will, oder in den Händen der Witwe eines solchen Mannes, so werden diese Leute darauf sehen, daß ihre Kapitalien sicher angelegt sind, d. h. regelmäßig ihren Zins tragen. Der Kurs des Papiers an der Börse spielt für sie nach dem Tage des Erwerbs keine entscheidende Rolle, zum großen Teil werden sie auch von dem Getriebe des Börsenhandels nichts verstehen; nehmen wir aber als Gegenbeispiel einen Großkaufmann, der gleichfalls die Ueberschüsse seines Geschäfts in Effekten anlegt, so mag er dies beim Kauf in keinerlei anderer Absicht tun, als den Zinsgewinn daraus zu genießen; er wird aber in vielen Fällen, wenn der Kurs des betr. Papiers gestiegen ist, versuchen, auch einen Kapitalgewinn zu erzielen, d. h. er wird das Papier verkaufen und billigere dafür einkaufen; dazu kommt, daß solche Personen, im Gegensatz zu den erst erwähnten, häufig in die Lage kommen, Geldbestände vorübergehend in Effekten anzulegen. Hierzu werden sie in der Regel festverzinsliche Papiere wählen, aber derartige, die es ihnen ermöglichen, außer dem Zins noch einen Kapitalgewinn zu erhalten. Ich bin mir wohl bewußt, daß diese Betrachtungen etwas unbestimmt sind, daß mir an zahlreichen Einzelbeispielen nachgewiesen werden kann, daß auch Kleinkapitalisten mit ihren Ersparnissen spekulieren und Großkapitalisten vorübergehend verfügbare Geldbestände in solchen Papieren anlegen, die möglichst wenig Kursschwankungen zeigen, aber ich glaube sagen zu können, daß dies Ausnahmen und zwar, was die erstere angeht, einigermaßen unerfreuliche sind, die nichts gegen die Regel sagen. Für mich kommt es hier nur darauf an, die Bedeutung des typischen Abnehmerkreises der betr. Effektengattungen herauszuarbeiten, und ich glaube, daß man da sagen kann: Die inländischen Staatsanleihen, insbe-

sondere die des Reiches, Preußens und der übrigen größeren Bundesstaaten finden sich in allen Bevölkerungsklassen. Stadtanleihen und Hypothekenpfandbriefe sind die typischen Anlagepapiere des „kleinen Mannes", da sie bei, man kann sagen, gleicher Sicherheit einen etwas höheren Zins gewähren: Im Gegensatz hierzu findet man ausländische, insbesondere überseeische Staatsanleihen, heute wieder überwiegend in den Händen der wohlhabenderen Klassen. Als ein Beispiel, welche Bedeutung der Abnehmerkreis für die Gangbarkeit eines Papiers hat, sei folgender mir bekannter Fall angeführt: Die Anleihe einer kleineren Stadt war zu etwa 99% emittiert, der Kurs ging im Laufe der Zeit bis auf etwa 95 herunter; da das emittierende Bankhaus einige Stücke zu bestimmtem Zweck brauchte, bot es wochenlang einen Kurs von 97%, ohne daß es möglich war, die Stücke, die sich in festen Händen befanden, zu bekommen. Dieser Fall wäre wohl undenkbar, wenn die Papiere in der Hand börsenkundiger oder spekulativ veranlagter Personen sich befunden hätten, die sich diesen Kapitalgewinn sicher zu Nutzen gemacht hätten.

Die beiden bisher erwähnten Momente der Menge und des Abnehmerkreises treten in ihrem Einfluß auf die Gangbarkeit einer Effektengattung zurück gegen die in der Natur des Effekts begründeten *Eignung zu spekulativem Handel*; denn es bedarf kaum einer Erörterung, daß sich für ein solches Effekt wohl regelmäßig Gegenkontrahenten finden, da in ihnen täglich Geschäfte abgeschlossen werden. Dies bedarf einer etwas eingehenderen Untersuchung darüber, wann eine bestimmte Gattung festverzinslicher Papiere zur Spekulation geeignet ist. Wenn wir Spekulationsgeschäfte als solche bezeichnen, bei denen der Kauf nicht deswegen erfolgt, um die Rente zu genießen, sondern um aus den Kursschwankungen Kapitalgewinne zu erzielen, so ist die Voraussetzung zur Eignung hierfür, daß in dem Papier Kursschwankungen in der Höhe vorhanden sind, daß sich die Geschäfte des Kaufs und späteren Verkaufs lohnen, d. h. unter Abzug der Spesen (Stempel) noch ein Gewinn bleiben kann. Da speziell bei fest-

verzinslichen Papieren, wie wir gesehen haben, die Kursschwankungen durch den gleichbleibenden Zinsfuß beschränkt, gering sein müssen, kann ein nennenswerter Gewinn für den berufsmäßigen Spekulanten[3]) nur dann erzielt werden, wenn die getätigten Kapitalumsätze eine gewisse Größe haben; hierfür fehlen aber einem großen Teil der berufsmäßigen Spekulanten die eigenen Mittel, weshalb er fremden Kredit in Anspruch nehmen muß. Da dieser ihm aber auf die Dauer die Geschäfte verteuert, so ist eine weitere Bedingung nicht nur, daß die Effekten überhaupt Schwankungen zeigen, sondern, daß diese Schwankungen häufig sind und in nicht zu großen Zwischenräumen wiederkehren.

Kursänderungen entstehen (wenn man von börsentechnischen Momenten und künstlicher Beeinflussung absieht) aus allgemeinwirtschaftlichen Momenten und solchen, die sich aus der wirtschaftlichen Lage des einzelnen Ausstellers ergeben; beide können allmähliche sein oder plötzliche. Dem allmählichen Einfluß der wirtschaftlichen Konjunkturänderung wird sich kaum ein Papier entziehen können. Dahingegen werden vorübergehende politische Momente den Kurs der einen Gattung von Wertpapieren eher beeinflussen als den der anderen. Den meisten Einflüssen dieser Art sind naturgemäß die Staatsanleihen unterworfen und von diesen wieder am meisten die Anleihen der außereuropäischen Staaten, wo die relativ ungeordneten politischen Verhältnisse hierzu Veranlassung geben. Von allen festverzinslichen Papieren kommen daher diese zunächst für die Spekulation in Betracht, in zweiter Linie sind für sie besonders auch die Papiere geeignet, die an den Börsen verschiedener Länder notiert werden und die Möglichkeit der Arbitrage, d. h. die Ausnutzung örtlicher (nicht wie im Falle der Spekulation zeitlicher) Preisunterschiede bieten. An Börsen verschiedener Länder notiert sind aber vor allem die Papiere, die von einem internationalen Konsortium übernommen werden, und dies sind

---

[3]) Für unsere Betrachtung spielt es keine Rolle, ob er dies im Hauptberuf oder im Nebenberuf ist.

vor allem aber wieder die ausländischen Staatsanleihen, sowie einige diesen daher in gewissem Sinne gleich zu achtende ausländische (speziell russische und amerikanische) Eisenbahnobligationen, die aus diesen Gründen von allen festverzinslichen Papieren wohl die größte Gangbarkeit an der Börse haben und in denen im Verhältnis zur Menge ihrer lieferbaren Stücke wohl die meisten Umsätze getätigt werden. Die Momente, wie sie für die Anleihe der überseeischen Staaten in Betracht kommen, gelten in ähnlichem Maße auch für die Anleihen der europäischen Großmächte. Waren es dort vor allem innerpolitische Verwicklungen, die den Kurs des Papiers beeinflußten, so sind es hier vor allem Momente, die sich aus der äußeren Politik des Staates ergeben: die Gefahr eines Krieges mit Nachbarländern.

Im Gegensatz hierzu kommt das alles für die große Menge der übrigen festverzinslichen Papiere nicht in gleichem Maße in Betracht. Es könnte denkbar sein, daß der Kurs der Industrieobligationen mit dem Kurs der Aktien des Ausstellers steigt oder fällt; unter Umständen mag dies der Fall sein. Anlaß zu spekulativer Betätigung ist aber dadurch nicht gegeben; denn wer die Konjunkturschwankung eines bestimmten Unternehmens oder eines Industriezweiges spekulativ ausnutzen will, wird sich dazu die Aktien dieser Gesellschaften wählen, die dann größere Kursänderungen zeigen und demgemäß größere Aussichten auf Gewinn versprechen.

Ehe ich daran gehe, die bisher gewonnenen Ergebnisse über die Gangbarkeit der einzelnen festverzinslichen Papiere zusammenzufassen, ist noch ein Punkt erwähnenswert: Die Frage der Intervention bzw. der Aufnahme seitens des Emittenten. Wenn ein Papier aus den bisher erwähnten Gründen keine Marktgängigkeit an der Börse besitzt, so bietet diese Einrichtung einen gewissen Ersatz für den, der sich seiner Effekten entledigen will oder muß, allerdings nur einen gewissen Ersatz; denn es steht jeweilig ganz im Belieben des Emittenten, ob, wie lange und zu welchem Kurs er das auf den Markt kommende Material aufnimmt. Zu

unterscheiden ist, ob die Intervention nur während der Emissionszeit stattfindet, d. h. solange als das Emissionshaus Bestände besitzt, oder sich diese Tätigkeit auch noch darüber hinaus erstreckt. Der erstere Modus findet sich wohl bei den meisten Papieren, da ein Nachlassen des Kurses während dieser Zeit für das Emissionshaus den Nachteil hat, daß es die ihm noch verbliebenen Bestände nur zu diesem geringeren Kurs veräußern kann; es bedeutet dies aber in der Regel einen größeren Verlust, als die Aufnahme der wenigen an den Markt kommenden Stücke (Sperre!).

Das Interesse, das das Emissionshaus an der Kursregulierung hat, ist die Wahrung des Emissionskredits; dieses Interesse wird naturgemäß dort am größten sein, wo dasselbe Emissionshaus mit Effekten desselben Schuldners in regelmäßigen Zwischenräumen an den Markt kommt. Dies ist der Fall:

1. bei dem heutigen engen Verhältnis zwischen Großindustrie und Großbank bei den Obligationen der großen Industrieunternehmungen,

2. bei den Hypothekenbanken für ihre Pfandbriefe.

Jedes der industriellen Größtunternehmen hat sein Bankkonsortium, das ihm bei eintretendem Geldbedürfnis die Emission vermittelt. Da hier wie in keinem anderen Gebiet die gegenseitige „Achtung vor dem Besitz" gilt, d. h. die Banken sich gegenseitig in ihren Interessensphären keine Konkurrenz machen, erwächst dem jeweiligen Bankier der Gesellschaft im eigenen Interesse die Pflicht, den Kurs der Obligationen ihrer Kunden zu regulieren, da ein zu tiefer Stand es ihnen unmöglich machen könnte, die nächste Emission gleich günstig zu plazieren.

Dasselbe gilt in verstärktem Maße für die Hypothekenbanken, die kontinuierlich, d. h. andauernd und fortgesetzt emittieren; sie müssen daher auf Stetigkeit des Kurses achten, da sie zu dem Kurse täglich verkaufen, ein Sinken des Kurses einen geringeren Erlös für ihre Pfandbriefe bedeutet; dies ist aber nur dadurch möglich, daß sie das an den Markt kommende Material aufnehmen.

Den Gegensatz hierzu bildet der nach der Emission völlig sich selbst überlassene Markt der Stadtanleihen, für den ein Emissionsstolz anscheinend nicht besteht. Einen gewissen Ersatz können hier nur die Tilgungskäufe bieten, die sich aber nur bei den Anleihen finden, bei denen diese Art der Tilgung nicht ausgeschlossen ist und sie nur durch Auslosung erfolgen darf. Wieweit diese Käufe eine gewisse Gangbarkeit verbürgen, ist abhängig von der Tilgungspolitik der Städte, die u. U. im günstigsten Falle darin bestehen kann, daß sie ihre Bankiers beauftragen, während des ganzen Jahres das an den Markt kommende Material aufzunehmen, was ungefähr der Politik der Hypothekenbanken entspricht. Auch bei den Industrieobligationen kleinerer Gesellschaften fehlt die Regulierung; zunächst mag das daran liegen, daß der Emittent (kleiner Bankier) häufig nicht in der Lage ist, dies zu tun, sodann aber fehlt auch das Interesse häufig dafür, da, im Gegensatz zu den Obligationen größerer Gesellschaften, die Emissionen sich nicht in so regelmäßigen Zwischenräumen folgen.

Fassen wir das bisher über die Gangbarkeit der einzelnen Gattungen Gesagte zusammen, so kommen wir zu folgendem Resultate:

Zunächst negativ: Gegen die Gangbarkeit der Stadtanleihen sprechen alle Momente; zunächst sind die einzelnen Emissionen verhältnismäßig klein, so daß, von allem übrigen abgesehen, schon die Wahrscheinlichkeit, daß an einem bestimmten Tage Kauf- und Verkauf-Ordres vorliegen, gering ist; sie sind die typischen Anlagepapiere des kleinen, nicht spekulativ veranlagten Publikums und bieten auch keine Chancen zu spekulativer Ausnutzung, schließlich fehlt beinahe jede Kursregulierung seitens des Emittenten nach vollendeter Emission. Dieselben Momente gelten für die Anleihen der kleineren Industriegesellschaften.[4])

Diesem Umstand hat der Berliner Börsenvorstand insofern

[4]) Den Obligationen der kleineren Industriegesellschaften stehen, was die Gangbarkeit angeht, die der deutschen Kleinbahnen gleich.

Rechnung getragen, als er durch Beschluß vom März 1910 anordnete, daß in Zukunft „bei Stadtanleihen, die in Beträgen von weniger als 5 Millionen Mark an die Börse gebracht werden und für die auch bei Zusammenlegung der Notiz mit anderen gleichartigen Anleihen ein Nennbetrag von 5 Millionen Mark, auf den sich die Notierung dann bezieht, nicht erreicht wird, die Kursfeststellung nur zweimal in der Woche vorgenommen wird". Ausnahmen gelten für die Städte in der Umgebung von Berlin und für neu eingeführte Anleihen während des ersten Halbjahres. Auf eine Auseinandersetzung über den Wert oder Unwert dieser Maßnahme habe ich mich nicht einzulassen. Nach dem bisher Gesagten ist ihr im Interesse schnellerer Kursfeststellung eine Berechtigung nicht abzusprechen. Wichtig für uns ist vor allem, daß bei dieser Gelegenheit Veröffentlichungen aus den sonst geheim gehaltenen Maklerbüchern vorgenommen wurden; hiernach wurde laut Berliner Tageblatt vom 19. März 1910 festgestellt, daß von den 59 in Betracht kommenden Stadtanleihen im Laufe des ganzen Jahres 1909

bei 15 Anleihen weniger als M. 10 000.—
„ 10 „ „ „ „ „ 25 000.—
„ 14 „ „ „ „ „ 50 000.—
und nur „ 8 „ mehr „ „ 100 000.—
dagegen „ 2 „ überhaupt nichts gehandelt wurde.

Nach Mitteilungen desselben Blattes wurden von allen 59 Anleihen zusammen am 1. April (dem Tage des Inkrafttretens obiger Verordnung) 10 notiert, wobei 7 umsatzlos blieben, die übrigen einen Umsatz von 19 000 M. aufwiesen, am 5. April notierten 13 Kurse, hiervon 6 ohne Umsatz, die übrigen mit etwa 11 000 M., am 8. April 10 Kurse, von denen in 5 etwa 12 000 M. gehandelt wurden. Leider fehlen für die nächste Zeit Angaben, die eine weitere Illustration zu dem Gesagten bieten könnten. Ich möchte nur noch auf drei Nachrichten des Jahres 1913 hinweisen. Das ist einmal eine Mitteilung des Berl. Börs.-Couriers vom 28. Mai, wonach die 4% Anleihe der Stadt Halle, die „zum letztenmal vor mehreren Monaten mit 98% notiert worden, morgen

wieder zur Notierung gelangen solle (sic!); es ist nach den bisher vorliegenden Kauforders ein Kurs von etwa 95% in Aussicht genommen". Sodann eine Mitteilung der Frankfurter Zeitung vom 13. Juni, wonach „die 4% Anleihe der Stadt Halberstadt von 1912, die vor längerer Zeit mit 99,80 notiert wurde, in den nächsten Tagen wieder zur Notiz kommen soll". Aus beiden Nachrichten geht hervor, daß der Markt für einige Papiere so schlecht ist, daß man gar nicht wagt, mit dem Angebot an den Markt zu kommen, ehe man einen Käufer gefunden hat. Schließlich verdient noch die Mitteilung der Frankf. Ztg. vom 24. Oktober erwähnt zu werden: „Die 4% Anleihe des Kreises Lebus von 1910 notierte heute 91,75. Der letzte Kurs am 31. Dezember 1912 hatte 97,80 betragen". Es handelt sich hier zwar um keine eigentliche Stadtanleihe, doch ist bei dieser Gelegenheit darauf hinzuweisen, daß die Anleihen ähnlicher *kleinerer Korporationen* sich in ihrer Gangbarkeit in nichts von diesen unterscheiden. Dasselbe gilt auch von einem Teil der *Provinzialanleihen*, während andere, z. B. die der Rheinprovinz, wegen der Regulierungstätigkeit der Landesbank sich mehr den Hypothekenpfandbriefen nähern, mit denen sie auch einen ähnlichen Emissionsmodus gemeinsam haben.

Für die immerhin etwas größere Gangbarkeit der Hypothekenpfandbriefe spricht (abgesehen von ihrer größeren Menge, die hierbei kein ausschlaggebendes Moment ist, da der Kauf von Hypothekenpfandbriefen wegen des von dem Emittenten gewählten Emissionsmodus sich jederzeit nur außerhalb der Börse vollzieht) vor allem die ständige Kursregulierung seitens des Emittenten; ein Moment, das mit der in Betracht kommenden Menge auch für die Gangbarkeit der Obligationen der größeren Industriegesellschaften spricht.

Für die Staatsanleihen der ausländischen Staaten spricht vor allem die Eignung zu spekulativem Handel sowie die wirtschaftliche und spekulative Begabung derjenigen, welche die Papiere ursprünglich als Anlagepapiere gekauft haben.

Die Anleihen des Reichs und Preußens zeichnen vor allem die Momente der Größe, sowie auch der spekulativen Eignung aus. Die der mittleren und kleineren deutschen Staaten verlieren ihre Gangbarkeit in dem Maße, als sie an Umfang abnehmen und ihr Kurs vom Aussteller nicht reguliert wird, bis schließlich bei einigen der kleinsten Staaten die Gangbarkeit nicht viel größer ist, als bei Stadtanleihen.

Betont sei zum Schlusse noch einmal, daß es mir hier darauf ankam, die Gangbarkeit des typischen Papiers jeder Klasse festverzinslicher Effekten herauszuarbeiten. Ich weiß wohl, daß auch die Stadtanleihen in bezug hierauf nicht ganz einheitlich sind, daß z. B. die Anleihen der Städte Berlin und Frankfurt a. M. immer einen guten Markt haben, hingegen die Anleihen der nordischen Staaten und Hollands in Berlin so gut wie gar nicht gehandelt werden. Um jeden dieser Fälle zu erklären, müßte man für jedes Papier die Untersuchung nach den vier erwähnten Momenten vornehmen, dies kann aber nicht die Aufgabe dieser Arbeit sein, und ich glaube, daß es genügt, zu zeigen, welche Kriterien für die Gangbarkeit eines Effekts in Betracht kommen, sowie ihre Anwendung auf das typische Papier jeder einzelnen Effektengattung.

Bei Betrachtung der Gangbarkeit der Dividendenpapiere sind die Kriterien, die wir für die festverzinslichen Papiere gefunden haben, nicht in gleichem Maße anzuwenden. Dies liegt zunächst daran, daß alle Aktien einen einheitlicheren Typ von Wertpapieren darstellen, als die verschiedenen Gattungen festverzinslicher Papiere. Auch das Moment der spekulativen und wirtschaftlichen Begabung der Effektenbesitzer kommt nicht in Betracht. Der Besitz von Aktien setzt (schon wegen des höheren Nennbetrags) ein gewisses Vermögen voraus, außerdem kommen bedeutend weniger Aktien auf den Markt als Obligationen. Der Kreis der Besitzer von Aktien ist daher kleiner und, was die erwähnte Veranlagung angeht, einheitlicher. Der wichtigste Gesichtspunkt ist die Eignung zur spe-

kulativen Ausnutzung.[5]) Da in gewissem Sinne beinahe jede Aktie wegen des wechselnden Ertrags eine gewisse spekulative Ausnutzung zuläßt, so ist im allgemeinen zu sagen, daß jede Aktie eine relativ größere Gangbarkeit besitzt als die Mehrzahl der festverzinslichen Papiere. Es gilt demnach vor allem im folgenden Ausnahmen nach der Richtung aufzustellen, wann eine Aktie besonders spekulativ ausnutzbar ist und wann nicht. Eine Aktie ist besonders zu Spekulation geeignet, wenn die Kursschwankungen groß und häufig sind. Kursschwankungen können, wie wir gesehen haben, herrühren, entweder aus wirtschaftlichen Momenten, die die Allgemeinheit beeinflussen und solchen, die nur das einzelne Unternehmen angehen. Von den allgemeinwirtschaftlichen Momenten werden zunächst und am stärksten die Unternehmen getroffen, die am meisten mit den Interessen der Allgemeinheit verknüpft sind: Die Großbanken und die großen Industrieunternehmungen. Je internationaler die Beziehungen einer solchen Gesellschaft sind, um so unmittelbarer werden sie auch von den Einflüssen berührt, die von den Ländern ausgehen, mit denen sie durch ihre Beziehungen verknüpft sind. Es sei hier nur auf das Beispiel der Deutschen Bank hingewiesen, deren Aktienkurs durch Vorgänge in der Türkei unter Umständen stark beeinflußt wird. Welche Aktie jeweils durch besonders wirtschaftliche Momente beeinflußt werden, läßt sich im allgemeinen nicht sagen. Die Aktien der Gesellschaften, in denen eine besonders starke Spekulation (von den oben erwähnten abgesehen) stattfindet, wechselt demnach auch von Zeit zu Zeit, bald sind es Brauereiaktien, bald die Aktien chemischer Fabriken, bald die der Braunkohlenbergwerke, unter Umständen auch die Aktien eines bestimmten Unternehmens, besonders wenn eine Dividenden-

[5]) Hierbei muß besonders betont werden, daß im folgenden, wo die Marktgängigkeit im allgemeinen betrachtet wird, von der Emissionszeit abgesehen ist. Diese ist hierbei besonders wichtig, weil der Verkauf im Gegensatz zu festverzinslichen Papieren sich teilweise an der Börse vollzieht (vgl. Kapitel III).

erhöhung oder -erniedrigung vermutet wird, und sichere Angaben seitens der Verwaltung nicht zu erlangen sind. Im allgemeinen kann man sagen, daß außerdem speziell die Aktien neuer Gesellschaften, bei denen die Bewertung jeweils zweifelhaft ist, besondere Spekulationschancen bieten. Es ist dies ein Punkt, der zusammen mit der Bedeutung des Einführungsaktes in einem anderen Teil der Arbeit zu behandeln ist. Hierzu kommen als weitere Kategorie (wie bei festverzinslichen Papieren) die an der Börse verschiedener Länder notierten Arbitrageaktien, z. B. die der österreichischen Creditanstalt, der Canadian-Pacific Railway Company, einiger österreichischer und italienischer Eisenbahnen und russischer Banken.

Im Gegensatz hierzu werden wenig spekulative Chancen die Aktien der Gesellschaften bieten, die von allgemein politischen Einflüssen nicht so unmittelbar berührt werden und außerdem eine derartig gleiche regelmäßige Dividende gewähren, daß auch eine Spekulation auf höheren oder geringeren Ertrag keine Aussichten auf Erfolg hat. Dies ist z. B. der Fall, bei den Aktien der deutschen Hypothekenbanken. Bei regulärem Geschäftsbetrieb können sie, wie Dannenbaum ausgerechnet hat,[6]) regelmäßig eine Dividende von 6—9% herauswirtschaften, ein Satz, der, wie wir sehen, auf Jahre hindurch eingehalten wird. Aber auch die Dividenden der Mehrzahl der deutschen Provinzbanken erfreuen sich einer ziemlichen Gleichmäßigkeit der Erträge, die ihren Aktien (der direkte Einfluß allgemeinwirtschaftlicher Momente, der bei den Aktien der Großbanken von Wichtigkeit ist, fehlt) den Charakter als Spekulationspapiere abnimmt; dasselbe ist von einer großen Zahl anderer Gesellschaften zu sagen, die sich einer stetigen Dividendenpolitik erfreuen, ohne daß man hierfür andere allgemeine Gesichtspunkte ins Feld führen kann als, daß es in der Regel Gesellschaften sind, die ihre Jugendzeit hinter sich haben, sich eines soliden Kundenkreises erfreuen, und vor allem von den Einflüssen der Mode unabhängig sind (Gegenbeispiel:

---

[6]) a. a. O. S. 99.

Die Tüllfabriken und mit ihnen die Maschinenfabriken, die für sie arbeiten).

Nicht zu unterschätzen ist auch der bekannte Einfluß der Kartelle, deren Streben nach möglichst gleichbleibendem Gewinn mittelbar auch auf gleichbleibenden Kurs wirkt. Als besondere Gruppe muß noch auf die Aktien der Versicherungsgesellschaften hingewiesen werden, die gleichfalls der regelmäßigen Gewinne wegen kaum irgendwelche Kursschwankungen zeigen, deren Marktgängigkeit aber noch besonders durch die regelmäßig bestehende Nachzahlungspflicht beschränkt ist.

§ 10. Die Kurszettelwahrheit.

Mit wenigen Worten muß ich noch auf die zweite Hauptbedeutung, die die Börsennotiz hat, eingehen: Die Möglichkeit, die sie jedem Effektenbesitzer bietet, den Wert seiner Effekten festzustellen. Ihre Verwirklichung hängt ab von der Frage der Zweckmäßigkeit und Wahrheit des heute gebräuchlichen Kurszettels. Unter dem heutigen System gibt der Kurszettel nur den erzielten Preis an mit der alleinigen Beifügung, ob ein völliger Ausgleich erzielt, oder ob Angebot oder Nachfrage überwiegen, ohne jedoch die mindesten ebenso wichtigen Angaben zu machen, wie große beide waren oder zum mindesten, wie viel Stücke umgesetzt wurden. (Ein Beispiel dafür, wie an einer Börse jedes Geschäft nicht nur nach seinem Kurse, sondern auch nach seinem Umsatz gebucht wird, bietet Newyork mit seinem „Tiker"; hier wird von einem Beamten jeder Umsatz registriert und die Kurszettel enthalten genaue Angaben über den Umsatz.) Man kann also unter den heutigen Verhältnissen zahlenmäßig nur nachweisen, ob die Börse „fest" oder „matt", aber nicht — was mindestens ebenso wichtig — ob sie „lebhaft" oder „still" war. Insbesondere für den Besitzer wenig gehandelter Wertpapiere — welche dies sind, haben wir im vorigen Abschnitt gesehen —, wäre es wichtig, wenn sie sich informieren könnten, mit wie viel bzw. wenig Material der Kurs festgestellt wird, damit

sie nicht bei einem niedrigen Zufallkurs zu Angstverkäufen schreiten.

Es waren seinerzeit besonders Bestrebungen des früheren Staatskommissars an der Berliner Börse, Hemptenmacher, die seitdem nie ganz zur Ruhe gekommen sind, dahin zu wirken, daß außer dem erzielten Kurs wenigstens bei den Kassapapieren die Umsätze beigefügt würden. Mit Recht wurde ihm aber damals entgegengehalten, daß auch diese Angabe in Deutschland kein klares Bild über die Marktlage gäbe, da

1. ein großer Teil der Aufträge außerhalb der Börse kompensiert wird,

2. auch von dem an die Börse kommenden Material ein Teil zur Ersparung der Courtage direkt oder durch die freien Makler gehandelt wird. Außerdem müsse damit gerechnet werden, daß zeitweise durch Scheinumsätze künstlich Stimmung erregt würde. Ich möchte, ohne zu dieser Frage, welche aller Voraussicht nach in der nächsten Zeit keine praktische Bedeutung erlangen wird, Stellung zu nehmen, noch hinzufügen, daß selbst die Angabe der Umsätze kein ganz klares Bild geben kann, da zu wirklich genauem Verständnis mindestens ebenso wichtig ist, zu wissen, wer die Käufer und Verkäufer sind, ob es Umsätze zu Anlage- oder zu Spekulationszwecken sind, eine Forderung, deren Verwirklichung so gut wie ausgeschlossen ist.

III. Kapitel: Die Börse als Zentralaustauschstelle.

(Die privatwirtschaftliche Bedeutung der Emission „an der Börse".)

§ 11. Begriffsbestimmung und Charakteristika der Emission „an der Börse".

Bei der Untersuchung der Bedeutung der Börsennotiz für den Emittenten (speziell den von Aktien) habe ich darauf hingewiesen, daß diese eine besondere Wichtigkeit dann erlangen kann, wenn sie unmittelbar den Zwecken der Emission dient, d. h. der Börsenkurs zugleich Emissionskurs ist, also an der Börse der erste Verkauf der Effekten an das Publikum, die Emission, erfolgt.

Der Ausdruck „Emission zum Börsenkurs" bedarf jedoch zunächst einer etwas genaueren Bestimmung; man kann hierunter nämlich einen weiteren Begriff verstehen, indem man als Kriterium nur den Umstand wählt, daß das Papier zu einem an der Börse notierten Kurs emittiert wird, oder aber einen engeren: bei diesem verlangt man dann, daß dieser Börsenkurs sich auch tatsächlich aus den der Emission dienenden, an der Börse abgeschlossenen Geschäften ergibt. Aeußerlich betrachtet könnte es den Anschein erwecken, als ob sich die Betrachtung auf den weiteren Begriff erstrecken muß; denn auch in diesem Fall wird, was das wesentlichste zu sein scheint, der Emissionspreis nicht von dem Emittenten einseitig bestimmt (wie dies z. B. bei der Zeichnung der Fall ist), sondern von den Maklern nach den vorliegenden Kauf- und Verkaufsaufträgen festgestellt, d. h. er kann sich theoretisch höher oder niedriger stellen, als es der Emittent beabsichtigt.

Es wird sich aber im folgenden zeigen, daß die Fälle, in denen ausschließlich oder fast ausschließlich nur „*zum Börsenkurs*" *verkauft* wird, der *tatsächliche Verkauf aber außerhalb der Börse stattfindet*, um deswillen außer Betracht bleiben können, weil dieser Börsenkurs *kein wahrer Börsenpreis* ist, der sich aus Angebot und Nachfrage ergibt, sondern einseitig von dem Emissionshaus festgestellt und reguliert wird. Der Unterschied ist auch theoretisch nicht bedeutungslos, da im ersten Falle die Börse nur als Bewerterin fungiert, im zweiten dagegen auch der Börsenhandel, d. h. die an der Börse getätigten Abschlüsse, der Emission dienen.

So scheiden aus unserer Betrachtung die kontinuierliche Emission der Mehrzahl der zugelassenen und eingeführten festverzinslichen Papiere aus. Die Gründe, die für die Herstellung einer Notiz in ihnen sprechen, sind in anderem Zusammenhang erwähnt. Die Emission erfolgt dann zwar zum Börsenkurs, dieser ist aber willkürlich von dem Emissionshaus festgesetzt und wird in der von ihm bestimmten Höhe reguliert, ohne daß nur ein Stück von dem Emissionshaus an der Börse wirklich verkauft zu werden braucht. Der typische Fall ist der der Hypotheken-

bankpfandbriefe:[1]) Da den vermittelnden Banken eine Bonifikation für die unter Umgehung der Börse direkt von dem Emittenten bezogenen Stücke gewährt wird, so müßten diese unwirtschaftlich handeln, wenn sie die Pfandbriefe an der Börse beziehen würden, und noch Courtage und Provision bezahlen müßten. Für den Emittenten ist der Modus dadurch von Vorteil, daß die Möglichkeit der Rückbelastung der Bonifikation eine Gewähr für gute Klassierung bietet, wodurch auch die Zahl der an die Börse kommenden Stücke, welche er zur Aufrechterhaltung des Kurses aufnehmen muß, vermindert wird. Im Gegensatz hierzu ist irgendeine Möglichkeit, den Käufer von Stücken, die an der Börse oder durch den Makler gekauft sind, einer direkten oder indirekten Sperre zu unterwerfen, nicht gegeben (vgl. unten S. 97).[2])

Einen ähnlichen Modus wie bei Hypothekenbankpfandbriefen findet man auch bei Stadtanleihen, die aber in der Regel, wenn kontinuierlich, ehe die Börsennotiz erlangt ist, emittiert werden. Der Grund dazu dürfte darin zu suchen sein, daß bei diesen die Zulassung nicht zu bezweifeln ist und sich der Käufer daher auch mit der ausdrücklichen Inaussichtstellung begnügt. Der fehlende Börsenkurs gibt dem Emittenten die Möglichkeit, die Placierung dann in dem einzelnen Falle ganz nach eigenem Gutdünken, unter Umständen zu wechselndem Kurs, vorzunehmen.

Von ungleich wichtigerer Bedeutung ist natürlich die Börsen-

---

[1]) So versendet z. B. eine Berliner Hypothekenbank an ihre Pfandbriefverkaufsstellen folgenden Brief: „Der Lage des Geldmarktes Rechnung tragend, notiert der Kurs unserer 4% Pfandbriefe seit heute 99,70%. Unser Angebot vom 12. crt. ändern wir dahin ab, daß wir Voranmeldungen unter den bekanntgegebenen Bedingungen zum Vorzugskurs von 99,50% entgegennehmen." Ein staatliches Bodenkreditinstitut erklärt direkt, daß sich der Kurs seiner Schuldverschreibungen nach der Börseneinführung auf eine bestimmte Höhe stellen wird.

[2]) Für den Käufer von Pfandbriefen hat der Modus nur insofern Nachteile, als ihm der vermittelnde Bankier teurere neue Serien, bei denen er eine Bonifikation erhält, statt der nur an der Börse zu beziehenden, billigeren empfiehlt.

notiz in den Fällen, wo die zu verkaufenden Stücke tatsächlich preisbildend mitwirken und die Frage, die in diesem Kapitel zu behandeln ist, erstreckt sich hauptsächlich darauf, festzustellen, wann die Bank diesen auf den ersten Blick merkwürdigen Modus wählt, bei dem sie anscheinend den für den Erlös maßgebenden Emissionspreis nicht selbst bestimmt. Es muß jedoch betont werden, daß eine ganz genaue Trennung zwischen der „Emission zum Börsenkurs" und der „Emission an der Börse" nicht durchzuführen ist, da auch dann, wenn eine Emission durch den eigentlichen Börsenhandel stattfinden soll, tatsächlich nicht alle dem Emittenten zur Verfügung stehenden Stücke über die Maklerschranke strömen, sondern ein größerer oder kleinerer Teil vorher zu dem noch festzustellenden Börsenkurs (oder auch zu einem etwas billigeren) fest abgegeben werden. Bestimmend ist hierfür hauptsächlich der Umstand, daß er diesen Verkauf (vgl. oben) an die Bedingung einer Sperre knüpfen kann. Insbesondere scheiden auch die Fälle aus der Betrachtung aus, bei denen die Stücke durch freihändigen Verkauf schon emittiert sind und nachträglich eine Börsennotiz hergestellt wird, da in diesem Falle zwar die Börseneinführung, die Herstellung des ersten Kurses, technisch auf demselben Weg erfolgt, der Börsenkurs dann aber nur den im zweiten Kapitel festgestellten Zwecken dient und nicht unmittelbar der Emission.

Wenn wir uns daher im folgenden auf den engeren Begriff der Emission „an der Börse" beschränken, so müssen wir, ehe wir uns dazu wenden, die Bestimmungsgründe zu untersuchen, die den Emittenten dazu veranlassen, sie zu wählen, feststellen, ob der äußerlich gewählte Emissionsmodus darüber restlos Auskunft geben kann, in welchem Umfange eine Emission „an der Börse" stattgefunden hat oder nicht; mit andern Worten, ob eine Zeichnung, der typischste Fall einer Emission unabhängig von der Börse, eine solche zum Börsenkurs im eigentlichen Sinne ausschließt und der Massenverkauf zum ersten Kurs, die „Einführung", immer und vollständig eine Emission „an der Börse" in unserm Sinne ist. Meines Erachtens trifft dies nicht zu.[3])

[3]) Als selbstverständlich ist vorauszuschicken, daß es sich bei allen

Wenn ein Effekt zur Zeichnung aufgelegt wird, so ist allerdings in der Regel, wenn sich die Aufforderung auf den ganzen zugelassenen Betrag erstreckt, anzunehmen, daß das Emissionshaus auch die ganze Summe tatsächlich zu dem Zeichnungskurs zum Verkauf bringt und es wäre, wenn nicht sogar rechtlich, so doch sicher moralisch bedenklich, falls die Bank, wenn der ganze Betrag gezeichnet ist, eine unangemessene Summe davon zurückbehielte, um die noch zu schildernden Vorteile der Emission „an der Börse" zu genießen.[4]) Eine Umgehung ist aber so denkbar, daß — wie schon Prion[5]) ausführt — die Bank die zur Zeichnung aufgelegten Stücke Freunden oder Strohmännern zuteilt, diese veranlaßt, sie sofort nach der Einführung zu verkaufen und sich mit ihnen in den Gewinn teilt. In den Fällen jedoch, in denen nur ein Teil der zugelassenen Summe zur Zeichnung aufgelegt wird — und das ist regelmäßig dann der Fall, wenn die Aktien einer schon bestehenden Gesellschaft zum erstenmal an die Börse und in den Verkehr gebracht werden —, zwingt niemand die Bank, den ganzen ihr zu Verfügung stehenden Bestand zur Zeichnung aufzulegen, vielmehr kann sie dies nur mit einem Teil tun und den Rest später an der Börse verkaufen. Ich sehe hierbei ganz davon ab, daß der Emittent auch in dem Fall, in dem der ganze zur Verfügung stehende Betrag zur Zeichnung aufgelegt ist, einen kleinen Teil zurückbehalten muß, um nachträglich den ersten Kurs feststellen zu können; insbesondere da, wo die überwiegende Zahl der emittierten Stücke mit Sperre gezeichnet ist. Es kommt nämlich nicht darauf an, zu zeigen, wann einzelne Stücke „an der Börse" emittiert werden, sondern wann dies in nennenswertem Maße der Fall ist.

Daß andererseits nicht jeder Massenverkauf zum ersten Kurs nur eine Emission „an der Börse" in unserem Sinne sein muß,

---

diesen Betrachtungen um zugelassene Effekten handeln muß, da bei einem Effekt, das überhaupt nicht notiert werden darf, eine Emission zu einem Börsenkurs natürlich ausgeschlossen ist.

4) Dafür, was als eine unangemessene Summe anzusehen ist, lassen sich allgemeine Grundsätze nicht aufstellen.

5) a. a. O. S. 42 ff.

sondern daß auch Teile direkt unter Umgehung der Börse verkauft werden können, habe ich schon in anderem Zusammenhang erwähnt.[6])

Daß bei jedem kontinuierlichen Verkauf (nach erfolgter Zulassung) irgendein Merkmal dafür fehlt, wo die einzelnen Stücke verkauft worden sind, bedarf wohl keiner Erwähnung.

Aus diesen kurzen Ausführungen geht hervor, daß der äußerlich gewählte Emissionsmodus allein nichts darüber aussagt, wann die Emission „an der Börse" erfolgt, d. h. wann der Börsenhandel der Emission dient. Man kann daher auch bei einer einzelnen Emission nach dem zur Verfügung stehenden Material kein Urteil über diese Frage abgeben. Die folgenden Betrachtungen können daher durch zahlenmäßiges Material nicht belegt werden und müssen sich daher darauf beschränken, die allgemeinen Gründe zu untersuchen, die das Emissionshaus bestimmen, zum Börsenkurs zu emittieren, welche Eigenheiten diesen Modus als wirtschaftlich erscheinen lassen, und welche Folgen dies für die übrigen Emissionsbeteiligten hat; diese Frage ist also, was noch einmal betont sei, nicht identisch mit der, welcher Emissionsmodus („Einführung" oder „Zeichnung") gewählt wird, sondern sie geht darauf aus, zu untersuchen, welche Rolle der Börsenhandel in beiden Fällen unmittelbar für die Emission hat.

Fragen wir zunächst, welches die Charakteristika der Emission „an der Börse" sind, so finden wir diese in folgendem:

1. *Der Emissionskurs*, der den Erlös des Emittenten bestimmt (als Differenz zwischen Uebernahmekurs und Verkaufskurs), wird nicht von diesem festgesetzt, sondern *ergibt sich aus der Geschäftslage an der Börse*, d. h. dem Verhältnis des Angebots (bei Emissionen durch „Einführung", und in den Fällen teilweiser Zeichnung, bei der nur Stücke mit Sperre zugeteilt sind, ist dieses gleich den von dem Emittenten zur Verfügung gestellten Beständen) zur Nachfrage. Es besteht daher die Möglichkeit, daß der Gewinn sich dementsprechend höher oder

---

[6]) Vgl. oben S. 23 ff.

niedriger stellt als bei der Emission zu einem vorher bestimmten Kurs.

2. Die Menge der tatsächlich zur Emission kommenden Stücke ist nur begrenzt durch die Summe des zugelassenen Betrags, der in vielen Fällen keinen Anhalt bietet für die dem Emittenten tatsächlich zur Verfügung stehenden Stücke.

Aufgabe des folgenden muß es daher sein, zu ermitteln, bei welchen Effektengattungen die Ausnutzung dieser Eigenheiten vorteilhaft ist und zugleich zu untersuchen, wann und welche andere Einflüsse die Bank veranlassen können, auf diese Vorteile zu verzichten. Beide Charakteristika finden sich vereint nur bei der Emission „an der Börse". Bei dem kontinuierlichen Verkauf eines an der Börse nicht eingeführten Papiers ist zwar eine Angabe der Zahl der der Bank zur Verfügung stehenden Stücke auch nicht erforderlich, wohl aber muß in diesem Falle, da die Konzentrierung der Aufträge an einer Stelle — wie sie sich an der Börse findet — fehlt, der Kurs von dem Emittenten in jedem einzelnen Falle angegeben werden. Was aber das wichtigste ist, ein Massenverkauf, der zur schnellen Abstoßung der Bestände für das Emissionshaus von größter Bedeutung sein kann, ist außerhalb der Börse nur auf dem Wege der Zeichnung möglich, wobei dann sowohl die Angabe des Kurses als der zur Emission kommenden Stücke erforderlich ist.

§ 12. Die Bedeutung der Emission „an der Börse" für den Emittenten und die Bestimmungsmomente ihrer Wahl.

Die Feststellung des Emissionspreises in den Fällen einer Zeichnung oder eines kontinuierlichen Verkaufs außerhalb der Börse und die (nicht notwendige) Angabe des beabsichtigten ersten Kurses im Falle der Einführung im engeren Sinne wird bestimmt werden von folgenden drei Momenten:

1. Die Absicht, möglichsten Gewinn zu erzielen durch Er-

langung einer größeren Marge zwischen Uebernahme- und Emissionskurs.

2. Die Sicherheit, sich der übernommenen Effekten vollständig zu entledigen.

3. Die Wahrung des Emissionskredits, den man in diesem Falle etwa definieren kann als die Verpflichtung, den Börsenkurs in der ersten Zeit nach der Emission — normale Börsenkonjunktur vorausgesetzt — nicht unter den Emissionspreis sinken zu lassen.[1])

Von diesen drei Momenten zeigt das erste eine Tendenz nach einer Erhöhung, während die beiden anderen eine Einschränkung derselben bedeuten.

Der Emissionspreis wird sich unter sonst gleichen Verhältnissen dann höher stellen können, wenn auf Seite der Käufer der Wunsch, die Effekten zu erhalten, so groß ist, daß er sich in der Bereitwilligkeit äußert, die Papiere mit einem höheren Preise zu bezahlen, als ihn die Bank in Aussicht genommen hat. Als Kennzeichen dafür, wann dies der Fall ist, kann der Umstand dienen, daß im Falle der Zeichnung der Einführungskurs sich höher stellt als der Zeichnungskurs; denn man kann als einen Hauptgrund dafür ansehen, daß die bei der Zuteilung nicht befriedigten Zeichner versuchen, die Stücke bei der nächsten sich bietenden Gelegenheit, wenn auch teuerer, zu erwerben, obwohl im einzelnen Falle noch andere Momente mitsprechen mögen. Ueberblickt man aber die Börseneinführungen der letzten Jahre, so wird man feststellen können, daß sich solche Differenzen bei

[1]) Die Wichtigkeit des Emissionskredits kann hier nur angedeutet werden; sie besteht darin, daß eine große, vielleicht die überwiegende Zahl der Effektenkäufer bei einer Emission weniger auf die finanziellen Verhältnisse des Ausstellers und die Angaben, die der Prospekt darüber enthält, sieht, als vielmehr auf den Namen der emittierenden Bank, die den Prospekt und die Zeichnungseinladung mitunterschrieben hat. Denn sie verlassen sich darauf, daß die betr. Banken nur solche Werte emittieren, an denen sie keine Verluste erleiden. Die Wirkung der vorübergehenden Einbuße dieses Emissionskredits, verursacht durch mißglückte Emissionen, hat schon manches Bankhaus sehr unangenehm verspürt.

vielen Effektengattungen niemals zeigen. Bei der großen Anzahl der Emissionen inländischer Staats-, Provinzial- und Stadtanleihen, sowie von Hypothekenpfandbriefen ist bei der relativen Gleichwertigkeit aller dieser Effekten für den wirtschaftlich handelnden Käufer kein Anlaß gegeben, gerade die Effekten *eines bestimmten* Ausstellers zu bekommen, deren Sicherheit schon durch die staatliche Aufsicht so gut wie gewährleistet ist. Denn jeder höhere Kaufpreis bedeutet eine Verminderung der Verzinsung. Für alle diese Papiere kommt also der erste Vorteil der Emission zum Börsenkurs — die Aussicht auf höheren Ertrag — für die Bank nicht in Betracht; daher scheiden die besprochenen Effektengattungen schon aus diesem Grunde aus unserer weiteren Betrachtung aus.

Eher denkbar wäre ein besonderer Wettbewerb der Käufer bei Industrieobligationen. Bei der mangelnden staatlichen Aufsicht kommt hier die finanzielle Güte des Ausstellers besonders in Betracht, und es ist verständlich, wenn hier die Nachfrage sich auf die Obligationen bestimmter großer, in ganz Deutschland bekannter Gesellschaften (z. B. der Elektrizitäts- und Schiffahrtsgesellschaften) mehr konzentriert, als auf solche kleiner, nur lokal bekannter Gesellschaften. In erhöhtem Maße gilt dies für die Anleihen ausländischer Staaten, von denen sozusagen jede ein Papier eigenster Art ist und keinen Vergleich mit anderen der gleichen Gattung zuläßt. Die Erzielung eines gewissen Mehrgewinns durch Emission zu steigendem Börsenkurs wäre daher denkbar. Wenn die Bank bei solchen Papieren diesen Weg nicht oder nur in beschränktem Umfange wählt, so liegt das daran, daß der Vorteil zum mindesten kompensiert wird durch das Risiko, das jede derartige Emission wegen des großen Umfanges ihrer Stücke in sich birgt. Die Erklärung hierfür ist teilweise in folgendem zu suchen:

1. Bei einer Emission „an der Börse", d. h. einer solchen, bei der die Käufer die Stücke an der Schranke kaufen, ist eine Interessierung anderer Banken durch Gewährung von Bonifikationen ausgeschlossen, die daher auch keine Veranlassung haben, ihre Kundschaft auf die Emission hinzuweisen.

2. Ist bei diesem Modus für die an der Schranke verkauften Stücke die Verhängung einer Sperre unmöglich. Dies kann zur Folge haben, daß in den ersten Tagen nach der Einführung ein großes Angebot von Stücken an den Markt kommt, die der Emittent zur Wahrung seines Emissionskredits aufnehmen muß. Unter Umständen kann ihm das teuerer zu stehen kommen, als der Mehrgewinn bei der Emission, der bei allen festverzinslichen Papieren eben durch den festen Zinssatz einigermaßen beschränkt ist. Beides macht verständlich, daß eine ausschließliche Emission „an der Börse" bei Obligationen in den letzten Jahren überhaupt nicht vorgekommen ist, und die Vermutung wird wohl berechtigt sein, daß auch eine nennenswerte Zurückbehaltung von Teilbeträgen der zur Zeichnung aufgelegten Summe zum Zwecke des Verkaufs zu dem höheren Börsenkurs nicht häufig war.[2])

Wenden wir uns jetzt den Aktien zu, so ergibt sich sofort, daß hier die Verhältnisse auf seiten der Käufer ganz anders liegen können. Jede Aktie ist ein Papier, das unmittelbar mit keinem anderen verglichen werden kann. Während bei Industrie-Obligationen nur das Moment der Solidität mitspricht, d. h. eigentlich nur die Frage, ob die Gesellschaft so gut fundiert ist, daß sie überhaupt Zinsen zahlt — unter dieser Voraussetzung sind die übrigen Unterschiede keine grundlegenden —, kommen

---

[2]) In zwei der wenigen Fälle — meines Wissens den einzigen — in denen bei festverzinslichen Papieren wegen zu großer Nachfrage am Einführungstag bei fehlendem Angebot kein Kurs zu stande kommen konnte, war demgemäß, da dem Emissionshaus keine Stücke mehr zur Verfügung standen, eine Feststellung am zweiten Tage nur dadurch möglich, daß man die Sperre aufhob.

Russische allgemeine Elektrizitätsgesellschaft 5% Obligationen 1 768 500 Rubel.

Zur Zeichnung zu 97 6. Februar 1912
Erster Kurs 100,10 15. Februar 1912
statt 14. Februar.

5% Goldanleihe der Stadt Rio de Janeiro M. 16 320 000.—.

Zur Zeichnung zu 92,75 16. Februar 1909
Erster Kurs 97,80 5. Mai 1909
statt 4. Mai.

dagegen bei Aktien durch den schwankenden Ertrag alle möglichen Gesichtspunkte in Betracht, nicht nur ob und in welcher Höhe eine Dividende bezahlt wird, sondern auch wie lange sie anhält, ob sie nicht in den nächsten Geschäftsjahren Aussicht auf Steigen verspricht, was eine höhere Verzinsung des angelegten Kapitals bedeutete, oder umgekehrt. Dies alles, sowie die relative Kleinheit des bei der jeweiligen Emission an den Markt kommenden Materials im Verhältnis zu den außerordentlich großen Posten von Staatsanleihen, bringt es mit sich, daß einzelne Käufer unter Umständen besonders Wert darauf legen, die Aktien eines bestimmten Unternehmens zu erwerben, was so weit gehen kann, daß sie, wenn sie aus irgendwelchen, hier natürlich nicht näher zu erörternden Gründen sich einen größeren Gewinn versprechen, auch einen Preis zahlen, der weit über den geht, welchen das Emissionshaus angekündigt hat. Den Beweis hierzu hat man in dem Falle, daß das Papier zur Zeichnung aufgelegt war (wobei dann nur die unbefriedigten Käufer in Betracht kommen), in der oft großen Differenz zwischen Zeichnungs- und Einführungskurs, in dem Falle der Emission durch „Einführung" in der Differenz zwischen „beabsichtigten" (wo solcher angegeben) und tatsächlichen Einführungskurs zu sehen. Hierfür gibt Prion[3]) folgende Beispiele:

(1899—1906)

Aktien der	Zeichnungs-Preis	Einführungs-Kurs	Differenzen
Mathildenhütte	128	165	37
Brauerei Müser & Co. . .	195	225	30
Chem. Fabrik Concordia . .	202	235	33
A.-G. Arth. Koppel	168	185	17
Sarotti, A.-G.	133	166	33
Brown, Boveri & Co. . . .	200	218	18
Schraubenfabrik Riehm . . .	156	170	14

die ich aus der neueren Zeit durch die folgenden noch ergänzen kann:

[3]) a. a. O. S. 44.

1. Zur Zeichnung aufgelegte Aktien.

Aktien der	Zeichnungs-Kurs	Einführungs-Kurs	Differenz %	Datum der Einführung
1. Mitteldeutsche Gummiwarenfabrik, Louis Peter (Frankfurter Börse)	230	268	38	16. April 1909
2. Held & Franke. A.-G.	156	174	18	5. Juli 1909
3. A.-G. für Verkehrswesen Lit. D und E	200	221	21	5. Juli 1909
4. Lüdenscheider Metallwerke	125	140	15	3. Sept. 1909
5. Jul. Berger, Tiefbau, A.-G.	210	240	30	21. April 1910
6. Hackethal, Draht- u. Kabelwerke	152	170,50	18,50	8. April 1911
7. Stahlwerk Rich. Lindenberg	170	200	30	10. Sept. 1912

2. Durch „Einführung" emittierte Aktien.

Aktien der	„beabsichtigter" erster Kurs nach Berl. Börs.-Courier	Einführungs-Kurs	Differenz %	Datum der Einführung
Hirsch, Kupfer- und Messingwerke	145	166	21	1. Mai 1909
Tüllfabrik Flöha	280	306	26	17. Juni 1909
Rhein. Gerbstoff- u. Farbenholzextraktfabrik, Gebr. Müller	200	236	36	15. April 1910
Vogtländische Tüllfabrik	190—200	260	60—70	13. Mai 1910
Gevelsberger Herd- und Ofenfabrik	153	170	17	23. Jan. 1911
Excelsior-Fahrradwerke	275	320	45	15. März 1911
Brauerei Ernst Engelhardt	190	235,25	45,25	14 Juni 1911
Metallätzwerke (Frankf. Börse)	Frankf. Ztg. 295	325	30	1. Juni 1912

Die in Aussicht genommenen ersten Kurse sind in allen obigen Fällen offiziöse Erklärungen der Emissionhäuser; wieweit sie ernst gemeint waren, enzieht sich jedoch der Beurteilung.

Diese Fälle insbesondere die in Tabelle 1 habe ich hier nur angeführt, als einen Beweis für die Geneigtheit des Publikums, einen höheren Preis als den von dem Emissionshaus gewählten

Zeichnungskurs zu zahlen. Wieweit hierbei tatsächlich „an der Börse" emittiert worden ist, läßt sich daraus nicht ersehen, da auch andere Momente mitspielen können, auf welche ich in späterem Zusammenhang eingehen werde.[4])

Bei Aktien ist also unter gewissen Umständen für den Emittenten die Möglichkeit gegeben, durch Emission zu dem dehnbaren Börsenkurs mehr zu erlösen, als wenn er den Verkaufspreis selbständig feststellt. Er wird diesen Modus um so eher wählen können, als die Zahl der bei einer Erstemission von Aktien zu emittierenden Stücke häufig — aus später zu erörternden Gründen — nicht groß ist, wodurch auch das Risiko des Verkaufs der Stücke geringer ist. Allerdings ist immer noch die Frage des Emissionskredits zu berücksichtigen, d. h. ob der Bank ein über Erwarten hoher Kurs, den, in der ersten Zeit sinken zu lassen, ihr von Nachteil sein kann, erwünscht ist. Dies ist keineswegs immer der Fall und es kann ihr besonders dann, wenn sie, wie bei der „Einführung", keinen verbindlichen Kurs (Gegensatz: Zeichnungskurs) genannt hat, unangenehm sein. Man muß sich daher hüten zu sagen, daß in allen Fällen, in denen sich die erwähnten Differenzen gezeigt haben, die Bank mitschuldig ist.

Ehe wir jedoch ein zusammenhängendes Urteil hierüber fällen können, müssen wir uns dem zweiten Charakteristikum der Emission zum Börsenkurs zuwenden, das zwar weniger bedeutsam ist, aber doch etwas eingehender behandelt werden soll, weil es uns Veranlassung geben kann, auf einige für das gesamte Emissionswesen wichtige Tatsachen einzugehen.

Es äußert sich darin, daß der Emittent nicht gezwungen ist, anzugeben, wieviel Stücke er tatsächlich zu emittieren die Absicht hat. Es bedarf dies einer näheren Erklärung: Selbstverständlich ist der Emittent in jedem Falle genötigt, anzugeben, wieviel Stücke er zugelassen haben will (Ausnahmen hiervon bestehen nur auf Grund des Börsengesetzes für Reichs- und inländische Staatsanleihen, sowie außerdem auf Grund eines Ministerialerlasses

[4]) Kapitel IV.

für landwirtschaftliche Pfandbriefe). Wie wir aber schon an anderer Stelle erwähnt haben, braucht dieser Betrag keineswegs immer identisch zu sein mit dem, der tatsächlich zur Emission kommt. Im Gegensatz dazu ist anzunehmen, daß der Betrag, der zur Zeichnung aufgelegt wird, auch tatsächlich zum Verkauf kommen soll. Eine Angabe hierüber ist in allen den Fällen nicht erforderlich, wenn ein Papier nur durch „Einführung", d. h. Massenverkauf, zum ersten Kurs emittiert wird, außerdem steht auch dann, wenn nur ein Teilbetrag der zugelassenen Summe zur Zeichnung aufgelegt wird, dem nichts im Wege, daß von dem verbleibenden Rest die Bank Teile an der Börse verkauft, über deren Höhe dann gleichfalls keine Angaben erforderlich sind. Dieses Moment, d. h. die Begrenzung der tatsächlich zur Emission kommenden Summe, einzig und allein durch den Betrag der zugelassenen Stücke, ist unter dem Charakteristikum der Ausdehnungsmöglichkeit der zur Emission kommenden Bestände zu verstehen, und es ist nunmehr weiter zu untersuchen, wann für die Bank ein völliges oder teilweises Verschweigen dieser Angabe von Vorteil ist. Meines Erachtens trifft dies zu vor allem in den Fällen, in denen die Bank selbst keine festbegrenzte Summe zur Verfügung hat, was seinerseits wieder abhängig ist von dem rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnis des Emittenten zum Aussteller.

Im allgemeinen kann man sagen, daß immer da, wo die Emission dem Aussteller unmittelbar zum Zwecke der Kapitalbeschaffung dient, über diese Frage kein Zweifel besteht. Eine Anleihe wird regelmäßig nur in der Höhe ausgegeben, in der Bedürfnis nach Kapital vorhanden ist; denn es liegt selbstverständlich nicht im Interesse des Ausstellers, einen höheren Betrag regelmäßig zu verzinsen als nötig.

Für den Fall, daß er die Anleihe auf eigene Rechnung und Gefahr vertreibt, die Bank also nur kommissionsweise funktioniert, wird er darauf dringen, daß auch der ganze Betrag ins Publikum gebracht wird und er zu seinem Gelde kommt.

Aber auch dann, wenn die Bank die Anleihe fest übernommen hat (der Aussteller also, da er den Gegenwert erhalten

hat, befriedigt ist), so hat diese keinerlei Interesse daran, Teile des übernommenen Betrags zurückzuhalten und nicht zur Emission zu bringen. Wenn wir nämlich das wirtschaftliche Verhältnis zwischen Anleiheschuldner und Emittenten betrachten, so können wir folgende Fälle unterscheiden:

1. Der Emittent war vor Aufnahme der Anleihe Gläubiger des Ausstellers. In diesem Fall dient die Anleihe der Abstoßung der Bankschuld. Für die Bank bedeutet sie die Mobilisierung einer größeren Forderung.

2. Der Emittent wird nach der Aufnahme der Anleihe Schuldner des Ausstellers, d. h. der nicht direkt benötigte Teil des Anleiheerlöses bleibt als jederzeit oder auf bestimmten Termin abzurufendes Guthaben bei der Bank stehen. Es ist dies der Fall, wie er am häufigsten bei Stadtanleihen vorkommt: Der vereinbarte Zins ist regelmäßig gering, wodurch die Bank außer dem Gewinn aus der Emission noch einen Gewinn aus dem sogenannten Zinsgeschäft hat.

3. Der Emittent wird durch die Anleihe weder Gläubiger noch Schuldner des Ausstellers. Dies ist zunächst dann der Fall, wenn der Aussteller eine andere Bankverbindung hat als den Emittenten, den Anleiheerlös sofort an diese abführen läßt und vorher keinerlei Kreditverhältnis bestanden hat. Es wird dies aber um deswillen selten sein, weil der Emittent auf das Zinsgeschäft, das manchmal den einzigen Anreiz zur Ausführung des Geschäftes bietet (Stadtanleihen), Wert legt und die Belassung des Guthabens in der überwiegenden Zahl der Fälle überhaupt zur Bedingung macht. Außerdem ist es dann möglich, wenn der Anleiheerlös nicht nur in seiner Höhe, sondern auch zeitlich mit dem Kapitalbedürfnis genau zusammenfällt, was gleichfalls aus verschiedenen Gründen selten ist; denn einmal müßte es schon ein ziemlicher Zufall sein, daß der Zeitpunkt der Zahlung genau mit dem der Emission zusammenfällt, da nicht jede Zeit im Verlauf einer Konjunktur und ebenso nicht jede Jahreszeit für die Emission bestimmter Effektengattungen günstig ist; außerdem wird die Bank, um noch einen Zinsgewinn zu erzielen, ihrerseits sich möglichst bemühen, einen solchen Unter-

schied zwischen Emissions- und Abrufdatum herbeizuführen. Man kann daher im großen ganzen sagen: Bei fester Uebernahme einer Anleihe ist das wirtschaftliche Verhältnis zwischen Aussteller und Emittenten derartig, daß durch die Anleihe der Aussteller entweder aufhört, Schuldner der Bank zu sein, oder für einige Zeit ihr Gläubiger wird.

In beiden Fällen liegt für die Bank keinerlei Anlaß vor, nicht den ganzen ihr zur Verfügung stehenden Bestand völlig zur Emission zu bringen.

Im ersten ist es selbstverständlich, daß die Bank ihre Forderung mobilisiert und nicht unter Entlastung der Debitoren ihr Portefeuille mit relativ niedrig verzinslichen Effekten belastet. Wenn die Bank durch die Emission Schuldner des Ausstellers wird, d. h. letzterer ein kurzfristiges Guthaben bei ihr unterhält, so liegt gleichfalls keinerlei Veranlassung vor, nicht den vollen übernommenen Betrag zu emittieren, es muß im Gegenteil das Bestreben der Bank sein, sich durch Verkauf der Effekten den Gegenwert für das kurzfristige Guthaben des Ausstellers in gleichfalls kurzfristigen Aktivposten zu beschaffen.

Um nunmehr zum Ausgangspunkt zurückzukommen: Die dem Emissionshaus zur Verfügung stehende Summe ist durchgängig fest bestimmt und begrenzt, und zwar einmal dadurch, daß der Aussteller für den ganzen Betrag der Anleihe — die nicht höher aufgenommen wird, als Kapitalbedürfnis vorhanden ist — auch tatsächlich den Gegenwert erhalten will, d. h. bei kommissionsweiser Emission auf den Verkauf des ganzen Betrages sieht, oder aber sie fest begibt, andererseits dadurch, daß auch in letzterem Falle das Emissionshaus keinerlei Interesse hat, Stücke zurückzubehalten. Demnach besteht auch aus diesem Grunde keine Veranlassung für die Bank, Obligationen „an der Börse" zu emittieren.

Wie in vielen anderen Fällen kann man auch hier bei Aktien teilweise grundsätzliche Verschiedenheiten feststellen. Diese beruhen vor allem darin, daß die Emission von Aktien nicht immer den Zwecken der Kapitalbeschaffung für den Aussteller zu dienen braucht, daß es also nicht immer das Ziel ist,

möglichst viele Stücke zu emittieren, sondern unter Umständen eben nur soviel, als zur Herstellung eines Kurses notwendig ist. Die Gründe dafür, daß man überhaupt eine Notiz herbeiführt, können verschiedene sein. Z. B. kann man die Absicht haben, später kontinuierlich an der Börse zu steigendem Kurse zu verkaufen, oder aber man führt das Aktienkapital an der Börse ein, um später desto leichter eine Kapitalerhöhung vornehmen zu können.[5])

Allerdings muß man die Fälle der Emission junger Aktien von der erstmaligen Einführung des Aktienkapitals scharf unterscheiden, da die erstere — wenn man von den jetzt wohl selten gewordenen Fällen, daß eine Kapitalerhöhung zur Erzielung von Emissionsgewinn vorgenommen wird, absieht — wohl regelmäßig den Zwecken der Kapitalbeschaffung dient. Da diese aber in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle technisch derart emittiert werden, daß man den alten Aktionären ein Bezugsrecht einräumt, können sie im folgenden außer Betracht bleiben. Die Börse spielt bei ihnen als Emissionsorgan nur insofern eine Rolle, als der Handel in Bezugsrechten an ihr erfolgt.

Wenn demnach die Emission von Aktien nicht immer zum Zwecke der Kapitalbeschaffung erfolgt, so hat dies seinen Einfluß natürlich auch auf die rechtliche und wirtschaftliche Stellung des Emittenten zum Aussteller, die darüber Auskunft gibt, wieviel Stücke dem Emittenten zur Verfügung stehen, und ob diese festbegrenzt sind. Vorausgeschickt muß aber werden, daß, wenn auch die Emission nicht unmittelbar zu Zwecken der Kapitalbeschaffung vorgenommen wird, sie doch den Besitzern der Aktien zur Befriedigung eines dringenden Geldbedürfnisses dienen kann. Die völlige Neugründung von Gesellschaften ist heute selten. Sie beschränkt sich hauptsächlich auf die Gründung von Kleinbahnen und Terraingesellschaften. Der Regelfall ist, daß ein in privaten Händen befindliches Unternehmen in eine Aktiengesellschaft umgewandelt wird und die bisherigen Besitzer für die eingebrachten Vermögensstücke Aktien erhalten. Für den Fall

[5]) Vgl. Kapitel II § 8.

nun, daß die Umwandlung erfolgt, um eine Bankschuld abzustoßen, die Bank also dem Unternehmen ökonomisch als Kreditgeber gegenüber steht (was sich rechtlich darin äußert, daß sie Mitgründer ist, oder aber von den Vorbesitzern einen größeren in der Höhe der Schuld fest begrenzten Betrag übernimmt, oder bevorschußt,[6]) unterscheidet sich ihre Stellung nur wenig von der, die sie bei der Uebernahme einer Anleihe inne hat: Der ihr zur Verfügung stehende Betrag ist in der Regel fest begrenzt und durch seine Emission wird erst der eigentliche Zweck der Umwandlung erreicht.

Anders, wenn nicht die Emission, sondern die Herstellung eines Kurses der primäre Zweck ist, d. h. keine Kapitalbeschaffung und keine Befriedigung eines dringenden Geldbedürfnisses der Zweck ist. Die Eigentümer der Aktien sind in diesen Fällen die Großaktionäre. Die Bank, die sich *meistens* im Gründungsvertrag verpflichtet hat, eine Börsennotiz herbeizuführen, muß sich zur Erlangung der dazu nötigen Stücke an diese wenden, die ihrerseits das Bestreben haben, möglichst an der Emission mitzuverdienen. Daher können sie die Hergabe der Aktien von der Mitbeteiligung an dem Gewinn abhängig machen. Dies vollzieht sich technisch meistens derart, daß die Bank nur einen relativ kleinen Teil fest übernimmt, dagegen zu höherem Kurs eine oder mehrere Optionen ausüben darf (Beispiel: Die Aktionäre stellen von einem Gesamtkapital von 2 Millionen Mark 300 000 M. zu 180% fest zur Verfügung und räumen der Bank 2 Optionen auf jeweils denselben Betrag zu 185 resp. 188% ein). Unter diesen Umständen wird es für die Bank vorteilhaft sein, ihrerseits wieder, ehe sie die Option ausführt, zu sehen, wie sich das Publikum zu den betr. Aktien stellt, dessen Wertschätzung aus der Abgabe von Geboten an der Börse am ehesten zu ersehen ist.

---

[6]) Der Modus der Bevorschussung ist verhältnismäßig jungen Datums. Technisch vollzieht er sich so, daß die Bank einen Posten Aktien, der die kreditierte Summe beträchtlich übersteigt, lombardiert. Für die Bank ist er privatwirtschaftlich insofern von Vorteil, als er eine Risikoverminderung bedeutet, und doch die Gesellschaft ihrerseits die Bankschuld der Vorbesitzer nicht mit zu übernehmen braucht.

Solche Optionen zu steigendem Kurs sind vor allem auch in den Fällen häufig, in denen eine Bank am Börsenplatz die Einführung für eine Gesellschaft vornimmt, mit der sie bisher in keinerlei Beziehungen gestanden hat (d. h. im Auftrag der jeweiligen Bankverbindung). Außerdem ist zu berücksichtigen, daß es für die Bank auch in anderen Fällen vorteilhaft sein kann, nicht alle ihr zur Verfügung stehenden Aktien sofort zu emittieren, sondern Teile davon zurückzubehalten, um sie allmählich zu steigendem Kurs zum Verkauf zu bringen, d. h. wenn man es so ausdrücken darf, in ihnen zu spekulieren; besonders in den Fällen, in denen einstweilen das Publikum nicht zu einem den Erwartungen entsprechenden Kurs zu kaufen sucht und der Bank bekannt ist, daß Gründe zu einer Preissteigerung in Aussicht stehen.

Fassen wir das bisher gesagte zusammen, so können wir sagen, daß eine Emission „an der Börse" von dem Emittenten nur bei Aktien vorgenommen wird, denn nur hier ist eine Ausnutzung der Charakteristika für sie von wirtschaftlichem Vorteil.

§ 13. Die Bedeutung für die übrigen Emissionsinteressenten.

Nachdem wir so die Fälle festgestellt haben, bei denen eine Emission „an der Börse" für den Emittenten vorteilhaft ist, müssen wir im folgenden nunmehr noch die Wirkungen untersuchen, die sie für die übrigen Emissionsbeteiligten hat.

Da wir gefunden haben, daß eine Emission „an der Börse" in dem behandelten Sinne so gut wie ausschließlich nur bei Aktien vorkommt, und zwar hier wieder nur bei der Emission, die mit der erstmaligen Einführung des Aktienkapitals verbunden ist, bei der junger Aktien höchstens in den Fällen, wo ein beträchtlicher Teil der Bank zur freien Verfügung überlassen wird, so können wir uns im folgenden hierauf beschränken. Demnach haben wir als weitere Emissionsbeteiligte den Aussteller, die Vorbesitzer der Aktien, sowie schließlich die Käufer anzusehen.

Mit den Vorbesitzern der Aktien brauchen wir uns nicht mehr zu beschäftigen. Den großen Vorteil, den eine Emission

an der Börse dadurch für sie haben kann, daß sie die Möglichkeit bietet, sie progressiv am Gewinn mitzubeteiligen, mußten wir schon an früherer Stelle mitbehandeln, da ohnedies die den Emittenten zu der Wahl dieses Modus bestimmenden Gründe nicht zu verstehen gewesen wären.

Was nunmehr den Aussteller, die Aktiengesellschaft, angeht, so spielt für sie der Emissionsmodus als solcher in der Regel keine Rolle. Es kann dies dann der Fall sein, wenn, wie es zeitweilig in den Fällen einer Kapitalserhöhung vorkommt, die Bank den Emissionsgewinn mit der Gesellschaft teilen muß, der auf diese Weise ein erheblicher Zugang für die Reserven zufließen kann. Da die Möglichkeit, den Emissionsgewinn zu steigern, bei der Emission „an der Börse", wie wir gesehen haben, am ehesten vorhanden ist, so ist in diesen Fällen auch eine Vergrößerung der erwähnten Zugänge möglich. Im großen ganzen aber kann man sagen, daß der Emissionsmodus als solcher für den Aussteller unwichtig ist.

Für diejenigen, die Aktien an der Börse kaufen, hat der Modus gegenüber anderen Vorteile und Nachteile. Um sie zu verstehen, muß man die Vorgänge, wie sie sich bei der Emission „an der Börse" zeigen, etwas näher ins Auge fassen. Da es sowohl beim kontinuierlichen Verkauf als auch nach einer stattgefundenen Zeichnung, wie schon erwähnt, unmöglich ist, festzustellen, ob und in welchem Umfang an der Börse emittiert worden ist, muß man sich auf die Fälle der „Einführung" d. h. des Massenverkaufs zum ersten Kurs beschränken. Ist es auch hier gleichfalls unmöglich, zu erkennen, wieviel Stücke über die Schranke geflossen sind, so ist es doch der einzige Fall, in dem man aus der Natur der Technik bei ihr schließen kann, daß überhaupt Stücke an der Börse preismitbildend verkauft worden sind. Wie weit die hierfür abgeleiteten Gedankengänge auch für die Einführung in den Fällen, in denen eine Zeichnung voran gegangen ist, Geltung haben, ist abhängig:

1. Von dem Umstand, ob und in welchem Maße das Emissionshaus am Tage der Einführung noch Stücke zur Verfügung hat;

2. in welchem Umfang dann das Emissionshaus bei der Zeichnung Stücke mit, bzw. ohne Sperre zugeteilt hat; denn es ist selbstverständlich, daß, wenn das letztere in größerem Maße der Fall ist, die Verhältnisse insofern anders liegen, als der Emittent nicht mehr als alleiniger Abgeber auf dem Markt steht und demnach ein sehr typisches Moment für die Emission „an der Börse" fehlt. (Erwähnt sei, daß die Verhältnisse im Falle der Einführung dann ähnlich liegen, wenn das Emissionshaus es unterlassen hat, die in den Händen anderer Besitzer befindlichen Aktien zu syndizieren, d. h. sich für die ersten Tage das Alleinverkaufsrecht vorzubehalten).

Der Vorteil der Emission an der Börse besteht darin, daß unter Vermeidung jeder Benachteiligung bei der Zuteilung die Käufer die Stücke erhalten, die den höchsten Preis dafür zahlen, demnach jeder, der besonderen Wert auf das Effekt legt, sich dies durch Abgabe eines höheren Gebots sichern kann. Solange er diesen Preis selbständig fest bestimmt, hat dies weiter keine Bedenken, als daß er ein Papier höher bewertet, als die sachverständige Bank, die ihrerseits es aus Gewinnrücksichten eher zu hoch als zu niedrig zum Verkauf stellt. Gefährlich wird für ihn das Verfahren erst, wenn er gar kein Limit abgibt, sondern die Stücke „bestens" zu kaufen sucht. In diesem Falle ist er nämlich vollständig gebunden und muß manchesmal einen Preis zahlen, der wie an Beispielen an anderer Stelle gezeigt, sich bis zu 40% über den von der Bank in Aussicht genommenen Kurs erhebt.

Man kann hier einwerfen — und dies wird auch immer von Seiten der Bank betont — daß die Emittenten hieran unschuldig sind und die „zügellose Spekulationssucht" des Publikums, die ihnen selbst unerwünscht hohen Kurse verursacht; dem muß man aber entgegengehalten, daß die Banken heute ohne Unterschied, wieviel Stücke sie zur Verfügung haben, beinahe in ganz Deutschland durch ihre Filialen und Freunde für die Emission Reklame machen und beinahe grundsätzlich die Angabe darüber verweigern, wieviel, resp. wie wenig Stücke sie tatsächlich zur Verfügung haben. Es ist leicht verständlich, daß bei dem Rückgang der Be-

deutung der kleineren Provinzbörsen Aussteller und Emittenten Wert darauf legen, die Börsennotiz an den großen Börsen, d. h. vor allem in Berlin, unter Umständen auch in Frankfurt a. M. zu erlangen. Dann erwächst ihnen auch die Verpflichtung, einen ausreichenden Bestand an Stücken zur Verfügung zu halten, oder wenn dies nicht möglich ist, das Publikum darauf hinzuweisen, wie gering der bei der Emission zur Verfügung stehende Bestand ist — was sicher viele veranlassen würde, keine Gebote abzugeben und außerdem unter diesen Umständen die Einführung nicht gerade dann vorzunehmen, wenn die Börsenkonjunktur ihren Höhepunkt erreicht hat. Dies liegt auch teilweise in ihrem eigenen Interesse, da nichts dem Emissionskredit einer Bank mehr schadet, als wenn in einem Papier ein Einführungskurs notiert wird, den es später nie mehr erreicht. Der Einwand, daß eine solche Angabe nicht immer möglich ist, weil aus geschilderten Gründen die Menge des zur Verfügung stehenden Materials nicht immer fest begrenzt ist, hält nicht Stand; denn der Zwang zur Angabe würde die Banken veranlassen, sich zukünftig rechtzeitig, womöglich schon im Gründungsvertrag die nötige Stückzahl zur Einführung zu sichern, und sich auf diese Weise von den Großaktionären unabhängig zu machen.

Daß die geschilderte oft sehr starke Nachfrage bei der Erstemission von Aktien tatsächlich vorkommt, beweisen die Fälle, bei denen ein oder mehrere Tage überhaupt kein Kurs zustande kam, sei es, daß es überhaupt nicht möglich war, weil mehr „Bestens"-Aufträge vorlagen, als überhaupt Stücke zur Verfügung standen, sei es, weil der Kurs beträchtlich höher geworden wäre, als es das Emissionshaus verantworten wollte und eine Repartierung, zu dem von der Bank in Aussicht genommenen Kurse nach einem Entscheid des Berliner Börsenvorstandes,[1]) nicht stattfinden kann. Wer im einzelnen Fall die Schuld daran trug, das Publikum oder das Emissionshaus, das zu wenig Aktien zur Verfügung hatte, ist wie schon erwähnt, nach dem vorhandenen Material nicht immer zu entscheiden. Ich führe in

[1]) Vgl. oben S. 24.

der folgenden Tabelle, Spalte 4, die Gründe an, so weit sie aus den Zeitungen zu ersehen sind, sie entstammen meistens den Kreisen der Emissionshäuser und sind daher als von einer Partei herrührend mit aller Vorsicht aufzunehmen.

Liste von Einführungen, bei welchen wegen Vorliegen zu vieler „Bestens"-Aufträge ein Kurs am ersten Tage nicht notiert werden konnte.

	Datum	Aktien der	Ging eine Zeichnung voraus?	Wie viel Tage kam kein Kurs zustande?	Angaben über die der Bank zur Verfügung stehende Summe, sowie über die Nachfrage, soweit vorhanden.
1	April 1909	Spinnerei und Buntweberei Pfersee	nein	1 Tag	zu 148 % beabsichtigt; zu 160 % wäre mehr als das ganze Aktienkapital erforderlich gewesen.
2	April 1909	Hirsch, Kupfer-[2]) und Messingwerke	ja	1 „	Nachfrage größer als Aktienkapital.
3	Juni 1909	Tüllfabrik Flöha[2])	nein	1 „	2 Million Bestens-Aufträge, 1 Million stand zur Verfügung zu 300 %.
4	Juni 1909	Maschinenbau-AG. Balke	ja	am 3. Tag seit der Einführg.	selbst zu 190 %. Vortag 171,25, kein Ausgleich möglich.
5	Jan. 1910	Schrammsche Lack- und Farbfabrik (Frkf. Börse)	nein	1 Tag	
6	April 1910	Rhein. Gerbstoff- u. Farbholzextraktfabrik	nein	3 Tage	200 beabsichtigt, zu 220 % mehr als das Kapital verlangt.
7	Mai 1910	Vogtländische Tüllfabrik	nein	27. IV. bis 6. V. unmöglich fand 13. V. statt	1 Million M. beansprucht bei 2½ Million Kapital.
8	Jan. 1911	Gevelsberger Herdfabrik[2])	nein	6 Tage	
9	März 1911	Excelsior Fahrrad-Werke	nein	2 „	
10	Juni 1911	Siegener AG. für Verzinkerei (Frkf. Börse)	nein	2 „	

[2]) Vgl. auch Tabelle II S. 99.

	Datum	Aktien der	Ging eine Zeichnung voraus?	Wie viel Tage kam kein Kurs zustande?	Angaben über die der Bank zur Verfügung stehende Summe, sowie über die Nachfrage, soweit vorhanden.
11	Juli 1911	Brauerei Ernst Engelhardt[2])	nein	2 Tage	1 Million Aufträge, Emissionshaus hatte ca. 400 000 M. zur Verfügung, Kapital 1,6 Million.
12	Jan. 1912	Farbwerke Franz Rasquin	nein	1 Tag	1 Million Bestens-Aufträge bei 1,5 Million Kapital.
13	Juli 1912	H. Meinecke, A.-G.	nein	2 Tage	Nachfrage etwa 300 000 M., zur Verfügung hatte der Emittent 75 000 resp. 125 000 M., Kapital 1,8 Million.

Es sei schließlich in diesem Zusammenhang noch auf den § 47 der Börsenordnung für München vom 1. Mai 1910 hingewiesen, der lautet:[3]) „Wenn eine Firma die Genehmigung zur Einführung eines Effekts in den Verkehr der Münchner Börse von der Zulassungsstelle erhalten hat, so ist die Börseneinführung spätestens einen Tag zuvor durch Börsenanschlag bekanntzugeben. Der Einführungskurs muß spätestens am Einführungstag, vormittags 10 Uhr, der Börsenvorstandschaft mitgeteilt und von dieser sofort öffentlich angeschlagen werden. 15 Minuten nach Beginn der Börse dürfen Aufträge zum ersten Kurs von den Kursmaklern nicht mehr angenommen werden; die Kontrierung der Anträge hat alsdann zu erfolgen. Uebersteigen die Kaufanträge die Höhe des zur Verfügung stehenden Materials, so findet eine Repartition statt. Sofern dies nicht durchführbar, greift Verlosung Platz, über welche Entscheidung von dem diensttuenden Mitglied des Börsenvorstandes zu erfolgen hat." Durch dieses System sollen Vorfälle, wie wir sie für die Berliner und Frankfurter Börse in Tabelle 3 aufgeführt haben, unmöglich gemacht werden. Hierdurch verliert aber zugleich die Emission „an

[3]) Plutus 1912 S. 576.

der Börse" eines ihrer charakteristischsten Merkmale, sodaß, falls diese Vorschrift einmal für alle Börsen eingeführt würde, die Bestimmungsmomente, die den Emittenten zur Wahl dieses Modus veranlassen, sich beträchtlich ändern würden.

IV. Kapitel: Die Börse als Zentralausgleichstelle.

(Die privatwirtschaftliche Bedeutung der Börsenspekulation bei der Emission).

§ 14. Begriffsbestimmung der „Börsenspekulation" und die Möglichkeit ihrer Beteiligung bei den einzelnen Effektengattungen.

Die Grundlage der Funktion der Börse als Zentralbewertungsstelle eines Landes, wie wir sie in ihrer privatwirtschaftlichen Bedeutung für die Emission im zweiten Kapitel darzustellen versuchten, haben wir in der amtlichen Notiz gefunden. Auch wenn man sich vorstellt, daß die Entwicklung der Börse tatsächlich dahin tendieren sollte, eine Zentralabrechnungsstelle für die großen Banken und Bankiers zu werden — ein Gedanke, den Georg Bernhard seinerzeit entwickelt hat — so wird sich die Wichtigkeit dieser Erscheinungsform zwar erheblich, aber nicht grundsätzlich verändern.

Wenn wir in dem folgenden Teil die Bedeutung der dritten Hauptfunktion der Börse für die Emission, die der Zentralausgleichstelle untersuchen wollen, so muß die Grundlage hierfür nicht eine sachliche sein, wie wir sie im ersten Fall in der amtlichen Notiz und im zweiten in einem Emissionsmodus gefunden haben, sondern eine persönliche; denn — wie wir schon in der Einleitung gezeigt haben — eine Ausgleichung der Kauf- und Verkaufsaufträge ist nur dann möglich, wenn Personen vorhanden sind, die das zu viel an den Markt kommende Material aufnehmen, um es, wenn die Nachfrage gestiegen ist, wieder zur Verfügung zu stellen. In der Herbeiführung dieses Ausgleichs der jeweiligen Marktlage liegt unseres Erachtens die volkswirtschaftliche Bedeutung des Personenkreises, den wir die Börsenspekulation nennen, mit deren Bedeutung für die Emission wir

uns im folgenden vor allem zu beschäftigen haben. Ich betone ausdrücklich die volkswirtschaftliche Bedeutung; denn den einzelnen Spekulanten veranlaßt zu einem Kauf, bzw. Verkauf selbstverständlich nicht der Wunsch, die Marktlage an einem bestimmten Tage zum Ausgleich zu bringen, sondern einzig und allein der, durch einen Unterschied zwischen Ankaufs- und Verkaufspreis Gewinne zu erzielen.

Als erste Frage müssen wir behandeln, was unter dem Begriff der Börsenspekulation zu verstehen ist, wer die Personen sind, die man als „Börse" bezeichnet, z. B. wenn man sagt, „die Emission fand unter reger Beteiligung der Börse statt". Im folgenden seien darunter diejenigen Leute verstanden, die in eigenem Namen in der Absicht in Effekten handeln, um aus der Differenz zwischen Einkaufs- und Verkaufspreis Gewinn zu erzielen.

Daß dieser Begriff nicht in jedem einzelnen Falle einen genauen Entscheid darüber zuläßt, ob eine bestimmte Person der Börsenspekulation zuzurechnen ist oder nicht, liegt daran, daß Grenzfälle sehr häufig sind, d. h. gewisse Personen für einige Effektengattungen als Anlage-, für andere als Spekulationskäufer an den Markt kommen. In dieser Hinsicht setzt sich der Kreis der Börsenspekulation nicht bei allen Papieren aus denselben Leuten zusammen, sondern kann sich zunächst nach der Effektengattung (Staatsanleihe — Aktien) und dann wieder nach dem einzelnen Papier ändern.

Ferner muß betont werden, daß dieser Begriff der „Börse" mit der Gesamtheit der Börsenbesucher nicht zusammenfällt, sondern teils weiter, teils enger ist. Er umfaßt — und ist insofern auch weiter als der Prionsche Begriff — die „große" und die „kleine", die „berufsmäßige" und die „nicht berufsmäßige" Spekulation; im Gegensatz dazu gehört ein Haus, das nur als Kommissionär auftritt, ohne auf eigene Rechnung spekulativen Effektenhandel zu treiben, nicht dazu; eine solche Bankfirma ist dann nur der Vermittler, der die Verbindung der außerhalb stehenden Kreise mit dem Ort „Börse" herbeiführt.

Man mag demgegenüber einwerfen, wozu es dienlich ist, einen solchen Begriff der Börsenspekulation zu formulieren, der keine greifbare Realität darstellt und die verschiedenartigsten Personen vom täglich die Börse besuchenden „eingeweihten" Börsianer bis zum kleinen, mit Bankkredit spekulierenden Depositenkassenkunden zusammenfaßt. Der Grund hierfür wird sich im folgenden von selbst erklären, wo wir über das volkswirtschaftliche und privatwirtschaftliche Ziel der Emission kurz sprechen werden.

Wenn man es als den Zweck der Emission von Wertpapieren betrachtet, ein Mittel zur Kapitalbeschaffung zu sein, so hat es vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus meines Erachtens unbedingt als ihr Ziel zu gelten, daß durch sie der Ausgleich stattfindet zwischen denen, die Geld brauchen und denen, die Geld überflüssig haben, wobei die ersteren die Korporationen oder Gesellschaften sind, die sich durch Ausgabe von Schuldverschreibungen oder Aktien Geld beschaffen wollen, die zweiten die anlagesuchenden Kapitalisten; hierbei ist unter Anlage die Absicht eines dauernden Besitzes verstanden. Ein Zustand, der in dem Augenblick noch nicht erreicht ist, in dem das Papier in Händen von Personen ist, die es möglichst gewinnbringend wieder zu verkaufen suchen.

Rein äußerlich betrachtet mag es für Aussteller und Emittenten privatwirtschaftlich einerlei sein, wenn sie sich des übernommenen Papiers überhaupt entledigt haben, ob sie in den Händen dieser Personen sind oder spekulativer Kreise, die nicht die Absicht haben, sie dauernd zu behalten, da der eine sein Geld erhalten hat und der andere des Risikos entbunden ist, dem er sich durch Uebernahme der Effekten unterzogen hat. Aber selbst von diesem Gesichtspunkt aus trifft dies für den Emittenten wenigstens nicht zu. Auch für ihn ist in der Regel mit dem bloßen Ausverkauf der Stücke die Emission noch nicht vollendet. Solange, als solche noch in größerem Maße auf dem Markte schwimmen, kann es ihm nicht gleichgültig sein, zu welchem Preis diese Geschäfte in dem betr. Papier abgeschlossen werden. Kann doch schon ein kleines Angebot ein beträchtliches Nachlassen des Kurses zur Folge haben, was zu Angstverkäufen der „festen

Hand" Veranlassung geben kann, ganz davon abgesehen, daß es dem so wichtigen Emissionskredit schadet.

Schon aus diesem Grund wird der Emittent — was hier vorweg genommen sei, grundsätzlich auf eine möglichst direkte Emission Wert legen, die zugleich eine schnelle bedeutet, und die Personen, die ihr Ziel gerade darin sehen, durch die Kursschwankungen Gewinn zu erzielen, bei der Emission ausschließen. Dies sind aber gerade die Käufer, die wir oben als Börse (Börsenspekulation) bezeichnet haben, aber auch alle dort aufgeführten Klassen, denn es ist meines Erachtens in dieser Hinsicht für den Emittenten einerlei, ob das Angebot nach äußerlich vollendeter Emission von einem berufsmäßigen oder nicht berufsmäßigen Spekulanten ausgeht, von einem Börsenbesucher oder von jemand, der seine Aufträge außerhalb derselben aufgibt. Wenn man also von einer bei der Emission mit in Betracht zu ziehenden Börsenspekulation sprechen will, so muß man diesen weiteren Kreis von Personen ins Auge fassen, dessen Mitwirkung sowohl volks- als auch privatwirtschaftlich für den Emittenten von Bedeutung werden kann.

Daß dem Emissionshaus technische Mittel in die Hand gegeben sind, in der Wahl seiner Abnehmer eine Auslese zu treffen (Sperre, Zuteilung), ist an anderer Stelle schon ausführlich gezeigt. Auch ist bekannt, daß es bei dem ausgebauten Netz der Filialen, Depositenkassen und Konzernbanken und der Gewährung von Bonifikationen an andere Banken und Bankiers genügend direkte Beziehungen auch zu den kleineren Kapitalisten in abgelegeneren Plätzen hat, wozu noch — oft auch wenn es sich um kleinere Beträge handelt[1]) — kommt, daß die meisten Emissionen heute von einem Konsortium von mehreren Banken durchgeführt werden, wodurch noch mehr Stellen vorhanden sind, die direkt mit dem Publikum in Berührung treten können.

---

[1]) Beispiel einer Stadtanleihe: November 1913. Für 6 Millionen 4% Anleihe der Stadt Augsburg wurden 2 Gebote abgegeben. Der siegenden Gruppe gehörten an: die Seehandlung, 3 Berliner Großbanken, 3 Provinzbanken, 5 Privatbankiers; der unterliegenden: die Kgl. Hauptbank, 2 Großbanken, 2 Provinzbanken und 2 Privatbankiers.

Trotzdem sehen wir heute die Tatsache, daß die Börsenspekulation, d. h. also die Personen, die bei einer Emission dem Bankhaus die Papiere abnehmen, um sie, in letzter Linie wieder an den Kapitalisten, mit Gewinn zu verkaufen, zwar bei der Emission nicht mehr die Rolle wie in den 50er Jahren des vorigen Jahrhunderts spielt, aber nichts weniger als bedeutungslos ist. Als Beweis hierfür braucht man ja nur die Kursschwankungen bei einigen Effekten in der ersten Zeit nach der Emission zu betrachten, die sich nur dadurch erklären lassen, daß ein erheblicher spekulativer Handel stattfindet.

Wenn heute der Emittent statt des regelmäßigen und, wie gesagt, vorteilhafteren Weges der direkten Emission an die Anlagekäufer den anderen, den wir „Emission durch die Börse" nennen wollen, wählt, so muß das seine besonderen Gründe haben, die zu untersuchen der Gegenstand der folgenden Betrachtungen ist.

Wir nennen diesen Emissionsmodus „Emission durch die Börse", weil 1. der für den Börsenhandel typische Personenkreis unmittelbares Emissionsorgan in dem Sinne ist, daß er durch sein Dazwischentreten den Verkauf der Stücke von dem Emittenten an den Kapitalisten vermittelt,[2]) und weil 2. die „letzte Hand", die früher oder später einmal der endgültige Abnehmer beinahe aller emittierten Papiere ist, in diesem Fall seine Effekten an der Börse kauft.

---

[2]) Von einer anderen selteneren Unterstützung der Emission durch die Börsenspekulation, nämlich der Garantiefunktion als Unterkonsorte, sei abgesehen. Es kommt manchesmal, besonders bei kleineren Emissionshäusern vor, daß sie Unterbeteiligungen nicht nur an andere Banken, sondern auch an Personen, bes. Börsenbesucher, die keine Banken sind und ihrer sonstigen Tätigkeit nach zur Börsenspekulation zählen, abgeben, die dann, ohne eine Emissionstätigkeit auszuüben, nur finanziell am Erfolg oder Mißerfolg beteiligt sind. (Garantiekonsorten im Gegensatz zu den sonst üblichen Garantie- und Emissionskonsorten.) Ueber diese Tätigkeit ist nicht viel zu sagen, da der einzige Unterschied gegenüber der Unterbeteiligung eines Bankiers eben der ist, daß hiermit keine Emissionstätigkeit verbunden ist. Erwähnt sei dieser Fall hier

Zur Vermeidung von Irrtümern muß zunächst untersucht werden, ob der äußerlich gewählte Emissionsmodus (Zeichnung, Verkauf zum ersten Kurs, kontinuierlicher Verkauf) ein Merkmal in der Hinsicht bietet, ob eine Emission „durch die Börse" stattgefunden hat oder nicht. Dies ist in keiner Weise der Fall. Eine Mitwirkung der Börsenspekulation ist bei allen diesen Emissionsarten denkbar, auch bei der Zeichnung, die unmittelbar in keiner Beziehung zum Börsenhandel steht, da, wie gezeigt, der Emittent durch das „freie Ermessen" der Zuteilung die Möglichkeit in der Hand hat, auch die Kreise der Spekulation mit Effekten zu versehen, und nunmehr zu untersuchen ist, wann er dies tut und wann es in seinem Interesse liegt. Andererseits ist es auch beim Massenverkauf zum ersten Kurs, der sich lokal an der Börse abspielt, möglich, daß auch Anlagekäufer ihre Aufträge geben.

Der Gang der Untersuchung wird sich daher im folgenden so gestalten müssen, daß betrachtet wird, 1. bei welchen Effektengattungen eine Emission durch die Börse möglich ist, 2. wann unter dieser Voraussetzung der Emittent den Umweg wählt, und schließlich 3. welche Folgen die Beteiligung für die übrigen Interessenten hat.

Die Frage, bei welchen Gattungen von Wertpapieren eine Emission mit Hilfe der Börse stattfinden kann, d. h. wenn die Möglichkeit zu einer indirekten Emission in unserem Sinne *von seiten der Börse* gegeben ist, scheint zunächst eine gewisse Aehnlichkeit mit der schon behandelten Frage, wann ein Papier Gangbarkeit an der Börse besitzt, zu haben;[3]) denn man könnte bei oberflächlicher Betrachtung annehmen, daß die Börsenspekulation sich dann zu beteiligen bereit ist, wenn das betr. Papier an ihr einen Markt hat.

---

nur wegen der Aehnlichkeit mit dem englischen System des Underwriting, zu dem es bescheidene Ansätze sind, ohne daß man der Meinung Ausdruck geben kann, daß bei dem verschieden gestalteten Banksystem dieser Modus in Deutschland je größere Verbreitung finden wird.

[3]) Vgl. Kapitel III § 9.

Dies hat insofern Berechtigung, als es zunächst klar ist, daß ein Fehlen der Gangbarkeit eine Beliebtheit bei der „Börse", für die die jederzeitige Umsatzmöglichkeit die erste Voraussetzung ihrer Geschäfte ist, unmöglich macht. Mit Stadtanleihen, Kreisanleihen und den Obligationen kleinerer Industrie- und Eisenbahngesellschaften, sowie ähnlichen Papieren brauchen wir uns daher nicht weiter zu beschäftigen. Aber auch Momente, die eine Gangbarkeit künstlich gewährleisten, wie die beständige, andauernde Kursregulierung seitens des Emissionshauses machen ein Papier noch nicht dazu fähig, „durch die Börse" emittiert zu werden. Deshalb kommen auch Hypothekenbankpfandbriefe, Provinzialanleihen um die Obligationen der großen Industriegesellschaften in der Regel nicht in Betracht. Von seiten der Börse bleiben daher nur die Papiere übrig, die eine spekulative Ausnutzung möglich machen: Staatsanleihen der europäischen Großmächte, exotischer und Ueberseestaaten, sowie die meisten Aktien.

Einen Ersatz für die regelmäßigen Kursschwankungen, die wir in der Regel als Voraussetzung für die Eignung zur Spekulation gefunden haben, bietet jedoch bei der Emission in gewissem Umfang eine einmalige Kurssteigerung nach derselben. In diesem Falle wird auch ein Papier, das sich seiner sonstigen Natur nach nicht zur Spekulation eignet, spekulativ ausgenützt werden können, was besagt, daß eine Beteiligung der Börsenspekulation von ihrer Seite aus möglich ist. Betrachtet man jedoch die Fälle, in denen ein festverzinsliches Papier — und nur um ein solches kann es sich handeln, da Aktien an sich schon, wie erwähnt, wegen ihrer spekulativen Ausnutzungsmöglichkeit bei der „Börse" Interesse erregen — von dem Emissionshaus zu „niedrig" in das Publikum gebracht wird (der niedrige Kurs bedeutet einen niedrigeren Erlös), so wird dies in der Regel nur dann der Fall sein, wenn ein Papier gleicher Art bisher nicht notiert war; denn bei der großen Masse der Effekten richtet sich der Emissionskurs nach dem Kurs der bisher notierten gleicher Gattung. Gewissermaßen gleicher Art sind aber alle deutschen Staats-, Stadtanleihen und Hypothekenpfandbriefe (staatliche Aufsicht), wo hingegen dies von den ausländischen Staats-

und Stadtanleihen nicht zu sagen ist, da hier der Kredit des einen Ausstellers nicht dieselbe Bewertung zuläßt wie die des anderen. Deshalb ist ein im Verhältnis zur Börsenmeinung „zu niedriger" Emissionspreis hierbei, vorausgesetzt, daß es sich um die erste Anleihe des betr. Ausstellers handelt, wohl möglich.

Ein Merkmal für diese Fälle kann man darin finden, daß zwischen Zeichnungs- und Einführungskurs eine größere Spannung herrscht, die erste Notiz sich unter großen Umsätzen vollzieht, während der Kurs *später* einigermaßen stabil bleibt. Man kann dann eine Beteiligung der Spekulation vermuten; denn große Umsätze am Einführungstage können nur stattfinden, wenn nicht die überwiegende Zahl der Stücke mit Sperre verkauft ist, derjenige aber, der gar keine spekulativen Absichten hat, sicher immer mit Sperre zeichnet, weil er dann in der Regel vorzugsweise befriedigt wird.

Aus dem bisher Gesagten geht hervor, daß die Möglichkeit einer Beteiligung der Börsenspekulation bei der Emission, auch wenn man von dem Emittenten und seinen Interessen einstweilen absieht, *nicht bei allen Effektengattungen* stattfinden kann, sondern, daß hierbei auch Momente mitspielen, die auf Seite der „Börse" liegen, die nicht bei allen Gattungen eine Gewinnmöglichkeit hat. Es können allerdings Ausnahmen vorkommen und ich möchte als besonders merkwürdige und in gewissem Sinne auch komische Beteiligung der Börsenspekulation den Fall der Obligationen des Stahlwerks Richard Lindenberg A.-G., Remscheid, anführen. Dieses Unternehmen, das 1907 unter Mitwirkung der Berliner Handelsgesellschaft, der Deutschen Bank und der Firma Delbrück, Leo & Co. in eine Aktiengesellschaft umgewandelt wurde, stellte am 11. September 1912 zu gleicher Zeit 2 Millionen Aktien, die im freien Verkehr mit 188% gehandelt wurden, zu 170% und 1 800 000 M. 4½% Schuldverschreibungen zu 100% zur Zeichnung. Da die Börsenspekulation sich sehr stark bei der Zeichnung der Aktien beteiligte (sie wurden 60 mal überzeichnet), hoffte anscheinend ein Teil derselben, einen größeren Betrag Aktien zugeteilt zu erhalten, wenn sie gleichzeitig Obligationen mit Sperre zeichneten.

Die Emissionshäuser bereiteten ihnen aber insofern eine Enttäuschung, als sie den meisten nur Obligationen zuteilten, aber keine Aktien (Berliner Tageblatt, 13. September 1912). In diesem Falle, der natürlich in jeder Hinsicht als eine Ausnahme anzusprechen ist, fand tatsächlich auch einmal die Emission einer kleinen Industrieobligation „durch die Börse" statt.

§ 15. Die Bedeutung der Börsenspekulation für den Emittenten.

Betrachten wir jetzt im Gegensatz hierzu das Emissionshaus und sehen wir, wann dieses sich der Börse als Vermittlungsorgan bedient. Es sind hier m. E. zwei Hauptfälle zu unterscheiden. Vorausgesetzt, daß sich diese an einem Papier beteiligt (s. o.), so kann für die Bank ihre Mitwirkung erwünscht sein:

1. wenn bei einer Emission die anlagesuchenden Käufer fehlen,

2. wenn die Beteiligung der „Börse" besonders gewinnbringend ist.

a) Im Falle ihrer notwendigen Beteiligung.

Was den ersten Punkt angeht, daß nämlich die „letzte Hand" sich bei einer Emission nicht beteiligt, so kann sich dies wiederum aus zwei Gründen erklären.

Es kann einmal verursacht werden dadurch, daß das Papier den Anlagekäufern zu unsicher, zu spekulativ erscheint. Von allen betrachteten Effektengattungen wird dies am ehesten der Fall sein, wenn es sich um die Aktien einer Gesellschaft handelt, die überhaupt noch nicht an einer Börse notiert waren und womöglich auch noch kein unnotierter Handel bestanden hat. Denn dann ist verhältnismäßig am wenigsten über die finanzielle Güte des Ausstellers in die weiteren Kreise der Oeffentlichkeit gelangt. Es kann zweitens daran liegen, daß die allgemeine, politische Lage sich in der Emissionszeit so gestaltet hat, daß die Kapitalisten nicht in genügendem Maße wagen, sich an der Emission zu beteiligen, so daß das Emissionshaus genötigt sein wird, um nicht ganz auf den übernommenen Effekten sitzen zu

bleiben, auch die spekulativen Käufer zu befriedigen. Allerdings ist dieser Fall mit Einschränkung zu verstehen; denn es können Zeiten eintreten, die so ernst sind, daß sich auch keine spekulative Emissionskäufer mehr finden, und es darf dies wohl für alle Papiere, mit Ausnahme vielleicht der inländischen Staatsanleihen, im Falle eines nahe bevorstehenden Krieges gelten. Aber zwischen diesem extremen und dem normalen Zustand ist ein so weiter Spielraum gegeben (z. B. in den Fällen einer ausländischen Krisis oder der eines bestimmten Industriezweiges, bei einem Krieg zwischen zwei fremden Ländern), daß der „Börse" ein genügend großes Betätigungsfeld offenbleibt.

Für diese Fälle kann man sagen, „daß der kleinste Börsenjobber, der im freien Markte in der Burgstraße um ein Viertelchen oder Achtelchen eines Prozentsatzes Gewinnchance während eines Börsentages sich mit einem Engagement bepackt, das ihn ruiniert, wenn die erhoffte Wirkung ausbleibt, daß dieser mit auf seinen Schultern, ohne es zu wissen, ohne es zu wollen und ohne es zu begreifen, einen Teil jener technischen Wunderwelt trägt, die uns rings umgiebt."[1]) Diese Emissionstätigkeit der Börse ist in beiden Fällen nicht nur privatwirtschaftlich für den Emittenten, der des Risikos der übernommenen Papiere enthoben wird — auch wenn er später noch den Kurs durch Wiederaufnahme und Abstoßung regulieren muß —, sondern auch volkswirtschaftlich von ganz eminenter Wichtigkeit.

Im ersten Fall, wenn das Unternehmen noch zu neu und unerprobt ist, als daß das fernerstehende anlagesuchende Publikum sein Geld daran wagen kann, andererseits das Unternehmen für sein weiteres Bestehen Geld notwendig braucht und es dies bei seinen Vorbesitzern bzw. den alten Aktionären nicht finden kann, so daß eine Umwandlung bzw. Kapitalvergrößerung notwendig ist, da kann ein Teil der Börsenspekulation, die sich ja gewöhnlich wieder nach Interessenten für einzelne Branchen spezialisiert, dank ihrer besseren Kenntnis der Lage des In-

[1]) Plutus 1913 Nr. 40.

dustriezweigs und des finanziellen Status der betr. Gesellschaft in die Bresche treten. Sie stellt das Kapital zu erfolgreichem Weiterwirken zur Verfügung und hält die Papiere so lange gleichsam in der Schwebe, bis — vielleicht erst nach Jahren — das Unternehmen in sich so gefestigt ist, daß seine Aktien auch in nicht spekulative Kreise dringen können. Sie können so zu einem Papier werden, das zwar risikoreicher, dafür aber auch höher verzinslich als Obligationen, selbst zu Anlagekäufen nicht ungeeignet wird. Daß der Preis, zu dem das Publikum die Papiere erwirbt, höher ist als der, zu dem die Spekulationen von dem Emittenten gekauft hat, ist selbstverständlich; denn das Risiko, das mit der Uebernahme verknüpft war, muß auch belohnt werden. Ferner ist es natürlich, daß der einzelne Börsenspekulant mit seinen beschränkten Mitteln nicht imstande ist, das Papier die ganze Zeit im eigenen Besitz zu halten, woraus jeweils ein Feilschen um den Preis zwischen den einzelnen Börsianern folgt, da jeder von dem vorübergehenden Besitz einen kleinen Nutzen haben will; dies findet seinerseits wieder in der fehlenden Stetigkeit der Kurse ihren Ausdruck.

Man könnte hier einwerfen, daß die Emittenten heute kapitalkräftig genug seien, um die relativ kleinen Beträge, um die es sich bei der erstmaligen Einführung von Aktien handelt, selbst so lange im Portefeuille zu behalten, bis die Gesellschaft so gekräftigt ist, daß der Erwerb auch für den Nichtspekulanten gefahrlos ist; dem ist aber entgegenzuhalten, daß erstens solche Emissionen gerade auch von kleineren Banken und Bankgeschäften vorgenommen werden, zweitens bei den Großbanken durch die große Menge der verschiedenen im Laufe der Jahre übernommenen Aktien ein unerwünscht großes Anschwellen des Effektenbestandes einträte, die schon aus Gründen der Liquidität zu vermeiden ist.

Eine Einschränkung hat und kann in Zukunft vielleicht in noch größerem Maße die Börse in dieser Funktion dadurch erleiden, daß die Aktien solcher Unternehmungen nicht emittiert werden, sondern von Gesellschaften erworben werden, die da-

gegen Obligationen ausgeben, und durch den Besitz anderer, auch sicherer Werte das Risiko zu vermindern suchen.

Betont muß ferner werden, daß ein Verkauf der übernommenen Effekten an der „Börse" den Emittenten ebensowenig von einer moralischen Verantwortung für die Prüfung der Solidität eines Unternehmens entbindet, als eine solche von dem Kapitalisten. Im Gegenteil können diese z. T. geschäftsgewandten Kreise etwaige Unregelmäßigkeiten eher entdecken, als der der Branche Unkundige. Demgemäß braucht die mangelnde Beteiligung der Kapitalisten nichts über die fehlende Solidität der Gesellschaft auszusagen, viel eher kommt dafür das Moment der Jugend des betr. Unternehmens, oder die Neuheit der Fabrikationsweise und der Produkte (Auer-Glühlicht!) in Betracht.

In verstärktem Maße gilt das bisher Gesagte für den zweiten Fall: Hier sind die Papiere zwar für die Anlage geeignet und es würde den Banken auch in normalen Zeiten gelingen, mit dem anlagesuchenden Publikum direkt in Verbindung zu treten, die augenblickliche Lage hält sie aber aus Angst vor politischen oder wirtschaftlichen Verwicklungen fern, da diese zu einer Entwertung der neu erworbenen Effekten führen könnte.

Alle Einwände, die wir schon im ersten Fall als unbegründet zurückgewiesen haben, fallen hier von selbst fort. Denn bei diesen Papieren — etwa wenn es sich um ausländische Staatsanleihen handelt, deren Emission aus politischen Gründen auch im Falle eines Krieges des betr. Landes notwendig ist — ist gewöhnlich der Nominalbetrag so hoch, daß eine längere dauernde Belastung selbst für die größte Bank gefährlich wäre, trotz der Verteilung des Risikos auf Mit- und Unterkonsorten. Muß man sich doch immer vor Augen halten, daß es nichts ungewöhnliches ist, eine ausländische Staatsanleihe in einem Betrag von 200—300 Millionen M. zu übernehmen, eine Summe, die gleich dem Kapital der größten deutschen Aktienbanken ist.[2]) Eine solche dauernde Inanspruchnahme mit einer größeren Menge Effekten würde um so schlimmer sein, als sie in

[2]) Es ist allerdings zu berücksichtigen, daß solche Anleihen regel-

einer Zeit stattfände, die eben wegen der politischen und wirtschaftlichen Komplikationen an die Liquidität der Banken doppelt hohe Ansprüche stellt.

Zusammenfassend kann man wohl sagen, daß diese Beteiligung der Börsenspekulation — wenn die anlagesuchenden Käufer ausbleiben — eine unvermeidbare und im Endeffekt auch volkswirtschaftlich gesunde ist. Wir verschließen uns dabei keineswegs den Gefahren, die darin liegen können, daß ein Papier an die Spekulation abgesetzt wird und von dieser an das Publikum gerade dann weiter verkauft wird, wenn das Unternehmen anfängt, schlecht zu rentieren, ein Zeitpunkt, den diese z. T. eingeweihten Kreise früher wissen, als die fener stehenden Kapitalisten. Solche — leider auch heute noch häufige — Erscheinungen muß man jedoch als krankhafte Ausnahmen betrachten, die gegen die normale Organisation nichts sagen.

b) Im Falle der freiwilligen Beteiligung.

Wir haben uns nunmehr dem zweiten Hauptfall zuzuwenden, in dem das Emissionshaus zwar die Möglichkeit hätte, unmittelbar an das Publikum zu emittieren, es aber trotzdem nicht tut.

Da wir als allgemein geltenden Grundsatz den ermittelt haben, daß es für das Emissionshaus regelmäßig am vorteilhaftesten ist, möglichst direkt an die Kapitalisten zu verkaufen, so müssen besondere Gründe dafür maßgebend sein, wenn es hiervon abweicht, und es ist in diesem Falle anzunehmen, daß der Umweg für den Emittenten mittelbar oder unmittelbar gewinnbringender ist.

Betonen wir noch einmal, daß es das Ziel jeder Emission ist, die übernommenen Effekten mit größtem Nutzen abzusetzen, daß Nutzen aber nicht nur größerer Gewinn heißt, sondern das mindestens ebenso sehr ins Gewicht fällt, die Sicherheit, die übernommenen Effekten überhaupt abzusetzen — eine mißlungene

mäßig von einem größeren Konsortium übernommen werden und in den Fällen, in denen etwa nur 2 Firmen ein solches bilden, wohl regelmäßig durch Bildung von Unterkonsortien, über die die Oeffentlichkeit nichts erfährt, das Risiko gemildert wird.

Emission bedeutet eine Belastung des Effektenbestandes — und die Sorge, den Emissionskredit zu wahren, da seine Einbuße, wie wir gesehen haben, die Durchführung weiterer Emissionen erschwert. Der Emissionskredit ist aber um so leichter zu wahren, je mehr die Effekten an „feste Hände" abgesetzt sind, d. h. je weniger Material in der ersten Zeit nach der Emission auf den Markt kommt, in je geringerem Umfange eine Intervention ausgeübt zu werden braucht.

Andererseits muß man aber berücksichtigen, daß ein Emissionshaus auch daran Interesse hat, daß die Börsenspekulation sich nicht vollständig von seinen Emissionen fernhält; denn wir haben im vorigen Abschnitt gesehen, wie sehr ihre Mitwirkung unter Umständen für eine Bank erwünscht sein kann. Es kann daher im Interesse der Bank liegen, selbst wenn es ihr möglich wäre, die Papiere vollständig in dem Kreise ihrer anlagesuchenden Kunden unterzubringen, trotzdem einen gewissen, regelmäßig nicht zu großen, Prozentsatz der Börsenspekulation zuzuteilen; denn wie die Kapitalisten sich bei den Emissionen solcher Banken beteiligen, die einen guten Emissionskredit haben, so wird sich die „Börse" immer am liebsten bei den Emissionen der Banken beteiligen, die ihr die Realisierung eines Gewinns ermöglichen.

Wenn der Emittent die Spekulation freiwillig beteiligt, wird er natürlich solche Emissionen wählen, bei welchen ihm die Wahrung des Emissionskredits nicht zu teuer zu stehen kommt; dies ist dann der Fall, wenn nicht zu viel Stücke an den Markt kommen können. Von den Papieren, die, wie wir an anderer Stelle gezeigt haben, überhaupt für die Spekulationen in Betracht kommen — Staatsanleihen und Aktien —, werden bei letzteren regelmäßig nur relativ wenig Papiere tatsächlich emittiert — wie gleichfalls schon erwähnt —, weshalb auch die Kursregulierung ceteris paribus weniger kostspielig ist, als bei den Millionen-Emissionen von Staatsanleihen.

Man kann also sagen, daß das Emissionshaus, wenn es die „Börse" freiwillig an der Emission teilnehmen lassen will, dies am ehesten bei Aktien tun wird.

Weitere Bestimmungsmomente dafür, daß die Bank im einzelnen Falle einer Aktienemission die Spekulation besonders berücksichtigt, können darin gefunden werden, daß sie selbst oder die Besitzer der zur Emission kommenden Aktien Interesse daran haben, daß an der Börse in dem Papier ein lebhafter, spekulativer Verkehr deshalb besteht, weil sie sich selbst spekulativ an diesem Handel beteiligen wollen. Dies ist immer dann der Fall, wenn die Einführung nur deshalb vorgenommen wird, damit ein Kurs besteht, die Besitzer der Aktien aber (Gründer und Großaktionäre, zu denen auch der Emittent gehören kann) den Verkauf jeweils allmählich, möglichst zu steigendem Kurs, vornehmen wollen. In diesem Falle besteht vor allem Interesse daran, daß mit den wenigen emittierten Stücken zunächst ein Markt für die Aktien geschaffen wird, der sich für sie interessiert, damit dann, wenn der Kurs aus irgendwelchen, natürlich oder künstlich manipulierten, Ursachen in die Höhe gegangen ist, spekulative Abnehmer für die Papiere vorhanden sind. Daß eine solche Spekulation in selbst emittierten Werten, wie jede Spekulation unbankmäßig und volkswirtschaftlich unerwünscht ist, bedarf wohl keiner weiteren Ausführung.

§ 16. Die Bedeutung für die übrigen Emissionsinteressenten.

Gefahren dieser indirekten Emissionsart für denjenigen, der die Papiere im Laufe der Zeit zu Anlagezwecken kauft, sind nur dann festzustellen, wenn der Aussteller tatsächlich finanziell unsolide ist, oder zum mindesten der durch die Spekulation in die Höhe getriebene Börsenpreis dem wahren Werte des Effekts nicht entspricht. Andernfalls, wenn die Emission nur deshalb durch die Börse stattgefunden hat, weil es zu dieser Zeit für Anlagekäufer ungeeignet war, hat der Umweg für sie keine Nachteile gehabt. Wenn der Anschaffungspreis um so viel höher ist, als der Emissionspreis, zu dem die Börsenspekulation das Effekt erworben hat, so ist dies selbstverständlich: der Unterschied ist die Risikoprämie für die Uebernahme der unbekannten

Papiere, für die Gefahr einer Entwertung im Falle einer politischen oder wirtschaftlichen Krisis.

Die Vorteile, die das Vorhandensein der Spekulation für den Aussteller hat, bedürfen wohl keiner Betonung. Gerade dann, wenn die Befriedigung des Kapitalbedarfes vielleicht am allernotwendigsten ist, hilft sie bei dessen Beschaffung mit. Ihr Fehlen würde unter Umständen die Banken veranlassen müssen, sich aus Angst vor einer Ueberlastung ihres Effektenbestandes in der Uebernahme von Aktien oder Obligationen zu beschränken oder unter Umständen sie vielleicht sogar abzulehnen.

J. Bensheimer / Mannheim, Berlin, Leipzig

Glauser, Prof. Dr. Th., Der Bildungswert der Philologie unter besonderer Berücksichtigung der Handelshochschule . . M. 0.50

Rumpf, Prof. Dr. M., Das Ideal des volkstümlichen Rechts zur Verständigung von Volk und Recht . . . . . M. 0.60

Schröter, Prof. Dr. A., Zur Frage des Standortes der Produktion . . . . . M. 0.60

Böhning, K., Der Weinhandel in Baden (Mannheimer Hochschul-Studien Band 1) . . . . M. 2.50

Schloesser, R., Die konsumgenossenschaftliche Gütervermittlung, ihre Technik und wirtschaftliche Bedeutung. Mit vergleichenden Betrachtungen über den erwerbsmäßigen Warenvertrieb (Mannheimer Hochschul-Studien Band 2) . . . M. 4.80

Rosenthal, Dr. A., Reichsgesetz gegen den unlauteren Wettbewerb vom 7. Juni 1909, nebst den in Betracht kommenden Bestimmungen des BGB., WZG. und HGB., sowie dem Rechte der Ausländer, gemäß den Beschlüssen der Washingtoner Übereinkunft von 1911. **Vierte** umgearbeitete und stark vermehrte Auflage des in 1. und 2. Auflage von Dr. A. Rosenthal und E. Wehner herausgegebenen Kommentars broschiert M. 14. , gebunden in Halbfranz . . . M. 16.50

Nöther, Dr. E., Vertrustung und Monopolfrage in der deutschen Elektrizitätsindustrie M. 2.50

Pflüger, Dr. E., Die Prolongationen im Wechselverkehr Deutschlands . . . . . M. 3.—

Weill, Dr. W., Die Tantieme des Vorstandes und Aufsichtsrates einer Aktiengesellschaft M. 2.—

J. Bensheimer / Mannheim, Berlin, Leipzig

Düringer-Hachenburg

Das Handelsgesetzbuch vom 10. Mai 1897. Auf der Grundlage des BGB. erläutert von Reichsgerichtsrat Dr. **A. Düringer** und Rechtsanwalt Dr. **M. Hachenburg**. Zweite, vollständig umgearbeitete Auflage unter Mitwirkung von RA. Dr. J. Breit, Prof., RA. Dr. J. Flechtheim, GA. Dr. K. Geiler und LGR. Dr. V. Hoeniger.

Erster Band: Handelsstand. (§§ 1 bis 104 HGB.) Nebst einem Anhang, enthaltend Erläuterungen der auf die Handelsregisterführung bezüglichen Bestimmungen d. FGG. Mk. 16,—, geb. Mk. 18.50— **Zweiter Band:** Handelsgeschäfte. Allgemeine Vorschriften. (§§ 343 – 372 HGB.) Mk 20.–, geb. M. 22.50 – **Dritter Band:** Die einzelnen Handelsgeschäfte. (§§ 373 bis 473 HGB.) Mk. 25.—, geb. Mk. 28.—. **Vierter Band:** Handelsgesellschaften und stille Gesellschaft. (§§ 105 - 342 HGB.) Erste Abteilung (Soeben erschienen) Mk. 13.—.

Das Standardwerk, das Laband „eine Zierde der handelsrechtlichen Literatur" nennt, nähert sich, nachdem nun auch ein Teil des Gesellschaftsrechts vorliegt, seinem Abschluß. „Nach seiner Vollendung wird der Kommentar", so schreibt OLG.-Präsident Dr. Spahn in den «Akadem. Monatsblättern», „auch die Bearbeitungen des Handelsgesetzbuches durch Staub u. Makower überragen."

„Deutsche Juristenzeitung": Die hohe wissenschaftliche Bedeutung des Kommentars ist so allgemein anerkannt, daß das Werk einer Anerkennung und Empfehlung nicht bedarf; es gehört zu den hervorragendsten Werken der handelsrechtlichen Literatur. (Laband.)

„Das Recht": Die vollständig wissenschaftliche Beherrschung des Rechtsstoffes, die reiche praktische Erfahrung der Verfasser, die Selbstständigkeit des Urteils und die Klarheit der Darstellung haben dem Kommentar eine Autorität verschafft. Die Reichhaltigkeit des Inhalts wird dem Praktiker eine Fülle neuer Anregungen bieten und ein zuverlässiger Wegweiser sein, der in keiner wichtigen Frage im Stiche läßt. (Hendrichs.)

„Gruchots Beiträge": . . . . „Die Vollständigkeit und die ungemeine Klarheit der Darlegungen regen immer von neuem zum Studium des Werkes an; seine Bedeutung für den Praktiker bedarf einer besonderen Hervorhebung nicht mehr." (Heinrici.)

„Sächsisches Archiv": Daß der Reichhaltigkeit eine ebenso große Wissenschaftlichkeit entspricht, findet in dem letzten Bande neue Bestätigung; er wird die führende Stellung, die sich der „Düringer-Hachenburg" errungen hat, weiter befestigen. (Degen.)

„Zeitschrift für Aktiengesellschaften": Die Darstellung kann, was Vollständigkeit, Klarheit, Gründlichkeit, Uebersichtlichkeit und praktische Brauchbarkeit anbetrifft, kaum übertroffen werden.

J. Bensheimer / Mannheim, Berlin, Leipzig

Josef Kohler

Geheimer Justizrat, Professor an der Universität Berlin.

Handbuch des Deutschen Patentrechts. Broschiert Mk. 40.–; in Ganzleder gebunden Mk. 45.–.

„Deutsches Patentblatt": Das Werk kann mit Recht als Encyklopädie des Patentrechts bezeichnet werden. Der Verfasser ist wie kein zweiter befugt, an ein derartiges umfassendes Geisteswerk heranzugehen. Es ist für den Verfasser ein monumentum aere perenius, ein Denkmal dauernder wie Erz.

Warenzeichenrecht. Zugleich zweite Auflage des Rechts des Markenschutzes mit Berücksichtigung ausländischer Gesetzgebungen. Mk. 8.–, gebunden Mk. 9.20.

„Zeitschrift für Aktiengesellschaften": Das Werk Kohlers, des unvergleichlichen Kenners unserer Patentgesetzgebung, steht durch seine praktische Brauchbarkeit und seine wissenschaftliche Durchringung obenan; es wird auf die Entwicklung der Wissenschaft einen nachhaltigen Einfluß ausüben.

Lehrbuch des Patentrechts. Gebd. in Leinen Mk. 5.50.

Die Kritik faßt ihr Urteil zusammen wie folgt: Das Lehrbuch weist alle Vorzüge der Kohlerschen Werke auf, in erster Linie vollständige Beherrschung und künstlerische Darstellung des Stoffes.

Forschungen aus dem Patentrecht . . . . . Mk. 3.60
Rechtsfälle zum Studium des franz. Zivilrechts . Mk. 2.–
Gesammelte Abhandlungen aus dem gemeinen und franz. Zivilrecht . . . . . Mk. 5.–
Der Prozeß als Rechtsverhältnis . . . . . Mk. 3.60
Studien aus dem Strafrecht, 6 Bände . . . . Mk. 27.–
Das Strafrecht der italienischen Statuten . . . Mk. 21.–
Das literarische und artistische Kunstwerk und sein Autorschutz . . . . . Mk. 5.–

Quellen zur Geschichte des Strafrechts außerhalb des Carolinenkreises herausgegeben und erläutert von Josef Kohler:

Das Florentiner Strafrecht des XIV. Jahrhunderts mit einem Anhang über den Strafprozeß der italien. Statuten herausgegeben von Josef Kohler und Dr. degli Azzi, Archivar am Staatsarchiv in Florenz. Mk. 6.–.

Die Würzburger Zentgerichts-Reformation 1447 herausgegeben und erläutert von Dr. Hermann Knapp, eingeleitet von Josef Kohler. Mk. 3.50.

Im unmittelbaren Anschluß an die offizielle Bekanntmachung der Novelle vom 10. Juni 1914 (Konkurrenzklausel, Wettbewerbverbot) ist soeben der 36. Band unserer „Sammlung Deutscher Gesetze“ erschienen:

Handelsgesetzbuch

Textausgabe mit ausführlichem Sachregister

Einleitung von

Dr. Max Hachenburg

Rechtsanwalt in Mannheim

Preis in Leinen gebunden Mark 2.50

Die Einleitung Hachenburgs bedeutet zugleich eine gründliche Einführung in das Handelsrecht. Sie soll als Leitfaden für den Gebrauch des Handelsgesetzbuches dienen. In einem zweiten Teil wird das neue Recht des Wettbewerbverbotes (Konkurrenzklausel) eingehend erläutert. Besondere Berücksichtigung finden die Fragen der Uebergangszeit und die Folgen der Rückwirkung.

Vorrätig in jeder Buchhandlung

J. Bensheimer

Mannheim / Berlin / Leipzig

Heinrich Hoeniger

Die gemischten Verträge in ihren Grundformen

Untersuchungen zum Problem der gemischten Verträge I. Band

Von Dr. Heinrich Hoeniger,

Professor an der Universität Freiburg i. Br.

M. 9.—, geb. M. 10.50

„Gruchots Beiträge": Die Darstellung ist überzeugend, die Begründung meisterhaft. Ein Teil der Ausführungen muß geradezu als grundlegend bezeichnet werden. (Wilke.)

„Juristisches Literaturblatt": . . . eine der bedeutendsten Erscheinungen auf dem zivilrechtlichen Büchermarkt der letzten Jahre. (Oertmann.)

„Badische Rechtspraxis": Das Buch ist für Wissenschaft und Praxis von größter Bedeutung.

Die Sicherungs-Übereignung von Warenlagern

Von demselben Verfasser

Zweite, völlig umgearbeitete und erheblich erweiterte Auflage M. 3.60

„Frankfurter Zeitung": Juristen und Kaufleuten, die sich über die Frage der Sicherungsübereignung von Warenlagern und die sich daraus ergebenden Konsequenzen orientieren wollen, ist das vorliegende Buch aufs Wärmste zu empfehlen.

„Hamburgischer Korrespondent": Wie man sich auch zu der Frage stellen mag, Hoenigers Buch ist eine in ihrer Art geradezu als glänzend zu bezeichnende, für Juristen und Wirtschaftspolitiker gleich bemerkenswerte Arbeit! Auch über das Gebiet der behandelten Fragen öffnet sie den Blick in Grundfragen der Rechtsauffassung und der Vertragskunst.

Die Diskontierung von Buchforderungen

Ihre Rechtsnatur und Rechtswirkungen

Von demselben Verfasser. M. 2.–

„Kritische Vierteljahrsschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft": Die Schrift Hoenigers muß als in hohem Maße dankenswert bezeichnet werden; ihre Ausführungen sind umsichtig, die Kritik maßvoll und sie verdient bei den Interessenten des Diskontkredites eingehende Beachtung. (Professor O. Frankl, Prag).

J. Bensheimer / Mannheim, Berlin, Leipzig

UNIVERSITY OF ILLINOIS-URBANA
3 0112 059109857

Freiburger Abhandlungen auf dem [illegible]
Rechts. Neue Folge: Erstes und zweites Heft

Die tatsächliche Vermutung. Ein Beitrag zur Lehre vom Beweis im Zivilprozeß. Von Dr. **Otto August Dänzer** . . . . . M. 4.–

Die Sachbeschädigung. Historisch und dogmatisch dargestellt. Von Dr. **Eduard Leutz** M. 4.–

Versicherungswissenschaftliche Abhandlungen
Abt. I: Privatversicherung. Erstes und zweites Heft

Der Wechsel der Interessenten im Rechte der Schadensversicherung. Von Dr. **Fritz Cahn** . . . M. 3.20

Das Synallagma des Versicherungsvertrags untersucht in der Anwendbarkeit der §§ 320 ff. BGB. auf den Versicherungsvertrag. Von Dr. **Adolf Grieshaber** . . . . . M. 2.50

Rheinische Zeitschrift für Zivil- und Prozeßrecht herausgegeben von Professoren **J. Kohler** (Berlin), **A. Mendelssohn Bartholdy** (Würzburg), **E. Rabel** (Göttingen), **M. Pagenstecher** (Halle a. S.). Jährlich 4 Hefte Groß-Oktav im Gesamtumfang von 33–36 Bogen. Preis des Jahrgangs Mark 15.–.

Probehefte der „Rheinischen Zeitschrift für Zivil- und Prozeßrecht" stehen unberechnet zur Verfügung.

J. Bensheimer / Mannheim, Berlin, Leipzig